

أثر المحددات المالية الداخلية في القيمة السوقية للأسهم دراسة تحليلية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

**The Impact of Internal Financial Determinants on Stock Market Value
An Analytical Study of Banks Listed on the Damascus Securities Exchange**



مديرية الدراسات والتوعية والعلاقات الخارجية
<https://www.scfms.sy/ar/>

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر المحددات المالية الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة 2015-2024، ولتحقيق هذا الهدف، تم الاعتماد على منهجية البيانات اللوحية لعينة مكونة من أربعة مصارف (المصرف الدولي للتجارة والتمويل، مصرف سورية والمهجر، مصرف بيمو السعودي الفرنسي، مصرف الائتمان الأهلي)، باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة المصحح لمعالجة عدم تجانس التباين، وقد تمثلت أبعاد هذه المحددات في الأرباح المحتجزة وسياسة الرسملة (توزيع أسهم مجانية) وحجم المصرف والرافعة المالية والعائد على الأصول كمتغيرات مستقلة لاستخلاص أثرها.

أظهرت النتائج قدرة تفسيرية عالية للنموذج، حيث فسرت المتغيرات المستقلة معظم التغيرات في القيمة السوقية للمصارف. وتبين أن حجم المصرف يؤثر إيجاباً، بينما تؤثر الرافعة المالية سلباً على القيمة السوقية، كما أظهر العائد على الأصول تأثيراً سلبياً محدوداً يعزى لغلبة الأرباح غير التشغيلية. ولم يثبت وجود أثر ذي دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة، في المقابل ثبت أن لسياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية) أثراً موجباً ومعنوياً، مما يعكس نظرة السوق الإيجابية لهذه السياسة كإشارة على ثقة الإدارة بأفاق النمو المستقبلي للمصرف. أوصت الدراسة بضرورة قيام المصارف بتعزيز قاعدتها الرأسمالية عبر رسملة الأرباح عند توفر الظروف المناسبة، والعمل على تحسين هيكلها التمويلي لتقليل الاعتماد على المديونية، إلى جانب تطوير آليات الإفصاح والشفافية لمساعدة السوق على تفسير الأرباح غير التشغيلية بشكل أكثر دقة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، القيمة السوقية، الأرباح المحتجزة، سياسة الرسملة، حجم المصرف، الرافعة المالية، العائد على الأصول سوق دمشق للأوراق المالية.

الفهرس

Contents

1	الإطار المنهجي للدراسة.....
1	أولاً: المقدمة.....
3	ثانياً: مشكلة الدراسة.....
4	ثالثاً: أهداف الدراسة.....
5	رابعاً: أهمية الدراسة.....
5	خامساً: فرضيات الدراسة.....
6	سادساً: نموذج الدراسة.....
6	سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة.....
7	ثامناً: حدود الدراسة.....
7	مصطلحات الدراسة.....
10	الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح.....
10	أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
15	ثانياً: أنواع توزيعات الأرباح.....
18	ثالثاً: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.....
21	رابعاً: أبعاد سياسة توزيع الأرباح.....
23	خامساً: نظريات توزيع الأرباح.....
26	الفصل الثاني: حجم المصرف.....
32	الفصل الثالث: الرافعة المالية.....

35	الفصل الرابع: العائد على الأصول.....
39	الفصل الخامس القيمة السوقية للأسهم
39	أولاً: مفهوم القيمة السوقية للسهم.
41	ثانياً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية.
43	ثالثاً: النماذج الأساسية لتقييم الأسهم
46	رابعاً: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية.....
59	الفصل السادس الدراسة التحليلية.....
59	المقدمة
60	أولاً: منهجية الدراسة الميدانية
67	ثانياً: استعراض بيانات الدراسة.....
71	ثالثاً: التحليل الوصفي لأبعاد الدراسة
75	رابعاً: تحليل نتائج نماذج الانحدار واختيار النموذج الأنسب
78	خامساً: اختبار فرضيات الدراسة
82	النتائج والتوصيات:.....
86	قائمة المراجع

قائمة الجداول

- الجدول (3- 1) البيانات المالية للمصرف الدولي للتجارة و التمويل67
- الجدول (3- 2) البيانات المالية لمصرف سورية و المهجر68
- الجدول (3- 3) البيانات المالية لمصرف بيمو السعودي الفرنسي69
- الجدول (3- 4) البيانات المالية لمصرف الائتمان الأهلي70
- الجدول (3- 5) توصيف أبعاد الدراسة71
- الجدول (3- 6) تحليل الارتباط بين أبعاد الدراسة73
- الجدول (3- 7) ملخص نتائج نماذج البيانات اللوحية المقدرة75
- الجدول (3- 8) مقارنة دلالة المتغيرات عبر التقديرات المختلفة76
- الجدول (3- 9) نموذج التأثيرات الثابتة المصحح بطريقة White78

الإطار المنهجي للدراسة

أولاً: المقدمة

تُعد القيمة السوقية للأسهم من أهم المؤشرات التي تعكس أداء المصارف ودرجة ثقة المستثمرين بها، إذ تمثل مقياساً لقيمة المصرف كما يراها السوق وتعكس التوقعات المستقبلية لأدائه المالي. وتتأثر هذه القيمة بعدة عوامل اقتصادية ومالية، من أبرزها المحددات المالية الداخلية للمصرف، والتي تشمل سياسة توزيع الأرباح (غير النقدية)، وحجم المصرف، والرافعة المالية، والعائد على الأصول.

تلعب هذه المحددات دوراً محورياً في توجيه قرارات المستثمرين؛ فسياسات التوزيع غير النقدية، والمتمثلة في الأرباح المحتجزة وسياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية)، تعكس قدرة المصرف على تحقيق أرباح مستدامة وإعادة استثمارها لدعم النمو المستقبلي. كما يُعد حجم المصرف مؤشراً على قوته السوقية وقدرته على تحقيق وفورات الحجم، في حين تعكس الرافعة المالية هيكل تمويل المصرف ودرجة اعتماده على الاقتراض، مما يؤثر بشكل مباشر على المخاطر المالية التي يواجهها، أما العائد على الأصول فيُعد مقياساً أساسياً لكفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لتوليد الأرباح.

وتتفاعل هذه المحددات مجتمعة لتشكيل صورة متكاملة عن الأداء المالي للمصرف وقدرته على خلق قيمة للمساهمين، مما يعزز الثقة في أسهمه ويؤثر بشكل مباشر على القيم السوقية. وعليه، تعتبر هذه المحددات أدوات مالية استراتيجية للتواصل مع المستثمرين وإدارة توقعاتهم بشأن أداء المصرف، حيث تسهم في توجيه قراراتهم الاستثمارية وبناء ثقتهم في استدامة الأداء المستقبلي.

رغم الأهمية الكبيرة لهذه العلاقة، إلا أن الدراسات التي تناولت أثر المحددات المالية الداخلية مجتمعة على القيمة السوقية للأسهم في السوق السوري لا تزال محدودة، وهو ما يعكس الحاجة إلى دراسة تحليلية دقيقة تسلط الضوء على طبيعة هذه العلاقة ضمن المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مع مراعاة الخصائص المحلية والتحديات الاقتصادية التي تواجه السوق، والتي تمثلت بغياب التوزيعات النقدية خلال فترة الدراسة وضعف السيولة المصرفية.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر المحددات المالية الداخلية في القيم السوقية للمصارف، من خلال دراسة متغيرات رئيسية تشمل: الأرباح المحتجزة (كمؤشر على سياسة الاحتفاظ بالأرباح)، وسياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية)، وحجم المصرف (المقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول)، والرافعة المالية (نسبة الالتزامات إلى الأصول)، والعائد على الأصول (كمؤشر على الربحية والكفاءة التشغيلية). كما تسعى إلى تقديم نتائج علمية تساعد المصارف والمستثمرين وصانعي القرار على فهم العلاقة بين هذه المحددات وسلوك القيم السوقية في السوق السوري بما يسهم في اتخاذ قرارات استثمارية واستراتيجية رشيدة.

ثانياً: مشكلة الدراسة

يشهد سوق دمشق للأوراق المالية تقلبات ملحوظة في أسعار أسهم المصارف المدرجة فيه، الأمر الذي يعكس تأثر القيمة السوقية لهذه الأسهم بعدد من العوامل المالية والإدارية. وتُعد المحددات المالية الداخلية للمصارف من أبرز هذه العوامل، لما لها من دور في التأثير على قرارات المستثمرين وتوجهاتهم الاستثمارية، حيث تشمل هذه المحددات سياسات توزيع الأرباح (غير النقدية)، وحجم المصرف، والرافعة المالية، والعائد على الأصول. وعلى الرغم من ذلك، ركزت معظم الدراسات السابقة على التوزيعات النقدية أو تناولت المحددات المالية الداخلية بشكل منفصل، في حين لم يحظ التأثير المشترك لهذه المحددات مجتمعة بالاهتمام الكافي، خاصة في البيئة السورية التي تتسم بضعف أو غياب التوزيعات النقدية في بعض الفترات، إضافة إلى التحديات الاقتصادية والهيكالية التي تواجه القطاع المصرفي.

وتواجه الدراسات التي تتناول أثر المحددات المالية الداخلية على القيمة السوقية إشكالاً منهجياً يتمثل في تناول هذه المتغيرات بشكل منفصل أو كمتغيرات ضابطة وليس كمتغيرات مستقلة رئيسية، مما قد يؤدي إلى تحيز في تقدير الأثر الحقيقي لكل محدد على حدة، وعدم القدرة على فهم العلاقة التكاملية بين هذه المحددات وتأثيرها المشترك على القيمة السوقية. حيث لا يزال تأثير هذه المحددات مجتمعة في تفسير التغيرات في القيمة السوقية لأسهم المصارف غير واضح بشكل كافٍ في الدراسات المحلية، مما يشير إلى وجود فجوة بحثية غير مُختبرة تجريبياً تتطلب التحليل والدراسة التطبيقية.

بالتالي، تتحدد مشكلة الدراسة في غياب أدلة تجريبية حول طبيعة واتجاه وحجم تأثير المحددات المالية الداخلية (المتمثلة في سياسات توزيع الأرباح غير النقدية، وحجم المصرف، والرافعة المالية، والعائد على الأصول) على القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

بناءً على ما سبق، تتمثل مشكلة الدراسة في غياب الأدلة التطبيقية الواضحة حول طبيعة وأثر المحددات المالية الداخلية (سياسات توزيع الأرباح غير النقدية المتمثلة في الأرباح المحتجزة وسياسة الرسولة، وحجم المصرف، والرافعة المالية، والعائد على الأصول) على القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، الأمر الذي يحّد من قدرة المستثمرين والإدارات المصرفية على اتخاذ قرارات مالية واستثمارية مبنية على أسس علمية دقيقة.

وعليه تتمثل مشكلة الدراسة في:

ما أثر المحددات المالية الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ويتفرع عنه التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما أثر الأرباح المحتجزة في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. ما أثر سياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
3. ما أثر حجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
4. ما أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
5. ما أثر العائد على الأصول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ثالثاً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر المحددات المالية الداخلية على القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2024) ، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. قياس أثر الأرباح المحتجزة في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. تحليل أثر سياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
3. تقييم أثر حجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
4. دراسة أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
5. اختبار أثر العائد على الأصول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً: أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من عدة جوانب علمية وعملية:

أ- **الأهمية العلمية:** تساهم الدراسة في سد الفجوة البحثية المتعلقة بتأثير المحددات المالية الداخلية (في صورتها غير النقدية: الأرباح المحتجزة وسياسة الرسمة، حجم المصرف، الرافعة المالية، العائد على الأصول) في القيمة السوقية لأسهم المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية، وتضيف معرفة جديدة حول العلاقة بين هذه المحددات والسلوك السوقي للأسهم في البيئة المصرفية التي تتسم بغياب التوزيعات النقدية. كما توفر الدراسة إطاراً تحليلياً يمكن الاعتماد عليه في سياقات مماثلة.

ب- **الأهمية العملية:** تتمثل الأهمية العملية للدراسة في مساهمتها في تمكين المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من فهم طبيعة تأثير المحددات المالية الداخلية (الأرباح المحتجزة وسياسة الرسمة وحجم المصرف والرافعة المالية والعائد على الأصول) على القيمة السوقية لأسهمها، الأمر الذي يدعم ويساعد صناع القرار في المصارف المدرجة في تبني قرارات مالية واستثمارية أكثر كفاءة وفاعلية. كما تساعد الدراسة المستثمرين على تفسير سلوك السوق تجاه هذه المحددات، بما يسهم في تحقيق استقرار الأسعار وتعزيز القيمة السوقية للمصرف على المدى الطويل.

خامساً: فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات توزيع الأرباح (غير النقدية) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة (RETA) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة.

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة الرسمة (توزيع أسهم مجانية) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة.

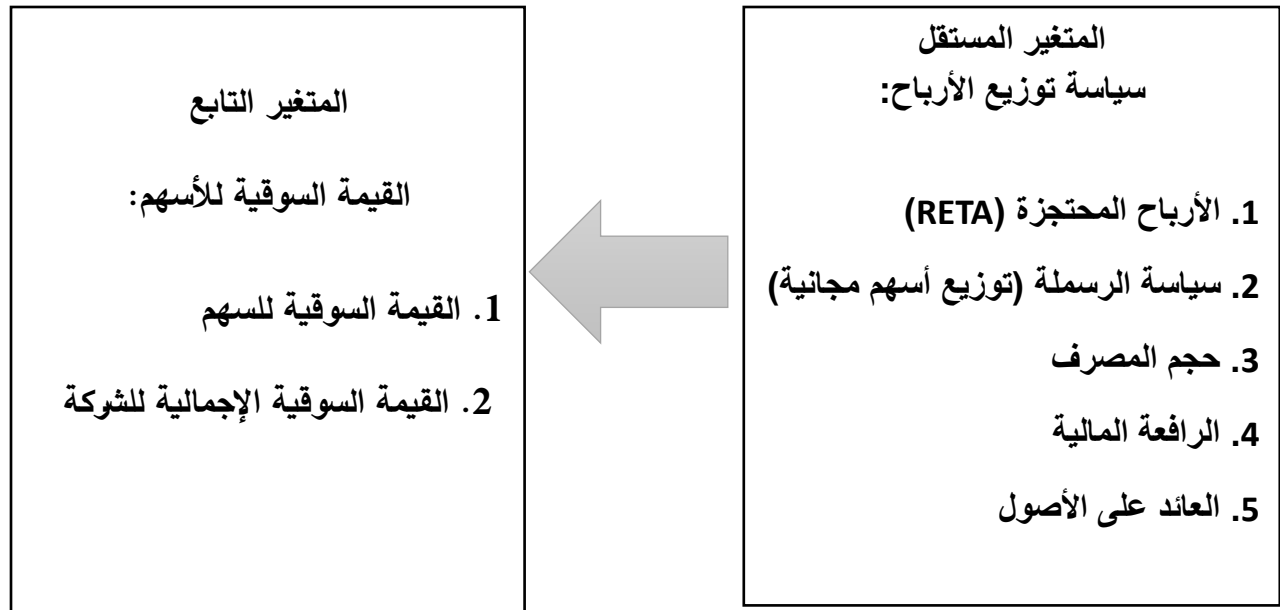
الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المصرف (SIZE) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (LEV) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة.

الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول (ROA) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة.

سادساً: نموذج الدراسة

الشكل (1-1) نموذج الدراسة



من إعداد الباحثة

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة بين (2019 - 2025)، لتحليل تأثير المحددات المالية الداخلية على القيم السوقية للأسهم بشكل دقيق، وقد تم اختيار عينة الدراسة قصدية من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب توفر البيانات المالية التي تساهم في تحقيق واختبار فرضيات الدراسة.

ثامناً: حدود الدراسة

1. الحد الزمني: (2015 - 2024)
2. الحد المكاني: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية فقط.
3. الحد الموضوعي: تركز الدراسة على أثر المحددات المالية الداخلية بأبعادها (نسبة توزيع الأرباح عائد التوزيعات، استقرار سياسة توزيع الأرباح، الأرباح المحتجزة، حجم المصرف، الرافعة المالية، العائد على الأصول) في القيم السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من حيث (القيمة السوقية للسهم - القيمة السوقية للشركة).

مصطلحات الدراسة

1. سياسة توزيع الأرباح (Dividend Policy): هي مجموعة القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة بشأن تحديد كيفية التصرف بصافي الأرباح المحققة، سواء من خلال توزيعها على المساهمين أو الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها، وذلك بما يحقق التوازن بين تعظيم قيمة الشركة وتلبية توقعات المستثمرين.¹
2. الأرباح المحتجزة (Retained Earnings): هي الأرباح التي يحتفظ بها المصرف بعد استبعاد أي توزيعات (في ظل غياب التوزيعات النقدية)، وتُعاد استثمارها في تمويل الأنشطة التشغيلية أو التوسع والنمو، وقد تؤثر على القيمة السوقية للمصرف على المدى الطويل.²
3. سياسة الرسلة (توزيع الأسهم المجانية / Capitalization Policy / Bonus Shares): هي قيام المصرف بتحويل جزء من الأرباح المحتجزة إلى رأس مال مدفوع، وتوزيع أسهم إضافية مجانية على المساهمين بنسبة

¹ عبد الفتاح، إسماء، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1)، ص 1765

² بن ناصر، شمس الدين. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر الأسهم للمؤسسات المدرجة في البورصة: دراسة حالة بورصة عمان لسنة 2020. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والاجتماعية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي بقالمه، الجزائر، ص 8.

معينة، مما يزيد عدد الأسهم القائمة دون تغيير القيمة الدفترية الإجمالية للمصرف، ويعكس ثقة الإدارة في الأداء المستقبلي.³

4. حجم المصرف (Bank Size): هو المقياس الكمي لحجم العمليات والأنشطة التي يقوم بها المصرف، ويعكس مدى توسع المصرف في السوق من حيث حجم أصوله، أو ودائعه، أو قروضه، أو عدد فروعها، أو رأسماله. وفي الدراسات المالية والقياسية، يُقاس حجم المصرف عادةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Natural Logarithm of Total Assets)، وذلك بهدف تقليل التباين الكبير بين المصارف الكبيرة والصغيرة، وتقريب توزيع المتغير إلى التوزيع الطبيعي.⁴

5. الرافعة المالية (Financial Leverage): استخدام المصرف للأموال المقترضة أو الودائع (الالتزامات) لتمويل أصوله وأنشطته، بهدف زيادة العائد على حقوق الملكية. وتعكس الرافعة المالية مدى اعتماد المصرف على مصادر التمويل الخارجية مقارنة بحقوق الملكية، وتُعتبر مؤشراً على درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المصرف. وفي الدراسات المالية والقياسية، تُقاس الرافعة المالية عادةً كنسبة إجمالي الالتزامات (أو إجمالي المطلوبات) إلى إجمالي الأصول.⁵

6. العائد على الأصول (Return on Assets – ROA): مؤشر يقيس مدى ربحية الشركة نسبة إلى إجمالي أصولها، ويعطي العائد على الأصول فكرة عن مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح، ويتمثل في نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.⁶

³ Khasanah, U., Wijaya, L. R. P., & Sidik, M. M. A. (2025). The Effect of Dividend Policy, Earnings Volatility, and Leverage on Stock Price Volatility. *Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu*, 4(1), P 20

⁴ Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2019). **Basic Econometrics** (6th ed.). McGraw-Hill, pp. 120-125.

⁵ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). **Financial Management: Theory & Practice** (16th ed.). Cengage Learning, p. 35.

⁶ Wang, Y., and Fan, W. (2014). R&D Reporting Methods and Firm Value: Evidence from China, *Chinese Management Studies*, Vol. 8 No. 3, Pp. 375 – 396.

7. القيمة السوقية لأسهم المصارف (Market Value of Bank Stocks): القيمة المالية الإجمالية للأسهم القائمة للمصرف في السوق المالي، وتُحسب بضرب سعر السهم الحالي في عدد الأسهم المصدرة، وتعكس تقييم المستثمرين لأداء المصرف وقدرته على تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر.⁷
8. القيمة السوقية للسهم (Stock Price): القيمة التي يتم تحديدها على أساس حركة السهم في سوق رأس المال، والتي تتغير باستمرار نتيجة العديد من العوامل منها ما يتعلق بالمؤسسة ومنها ما يعود بشكل كبير على الوضع الاقتصادي.⁸

⁷ عبد الواحد، رسل علي، والرفيعي، (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم للمدة (2016-2021): دراسة حالة مصرف آشور الدولي للاستثمار. مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، 15(49). ص 325.

⁸ بوغنامة، أحمد لمين، ويوسف، رفيق. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 5(2)، 238.

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أبرز السياسات المالية التي تتبناها المؤسسات المصرفية والشركات بشكل عام، لما لها من أثر مباشر على المستثمرين وعلى قراراتهم الاستثمارية. إذ تعكس هذه السياسة قدرة المصرف على توليد الأرباح واستدامة الأداء المالي، كما تمثل إشارة قوية للسوق حول قوة المركز المالي للمصرف ومدى التزامه تجاه المساهمين.

تأخذ العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم أهمية خاصة في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يتسم القطاع المصرفي بالرقابة العالية والطابع التنظيمي الذي يفرض التوازن بين تحقيق الأرباح والحفاظ على سيولة المصرف واستقراره المالي. ويعد فهم هذه العلاقة أداة أساسية لتقدير تأثير قرارات التوزيع على جاذبية الأسهم للمستثمرين وعلى تقييم المصرف في السوق المالية.

يتناول هذا الفصل الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح باعتبارها أحد القرارات المالية المهمة في الشركات والمصارف، لما لها من تأثير على القيمة السوقية وقرارات المستثمرين. ويهدف إلى توضيح الأسس المفاهيمية والتطبيقية لهذا الموضوع من خلال استعراض مفاهيمه وأبعاده.

وعليه، سيتم التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح، وأنواع توزيعات الأرباح، والعوامل المؤثرة فيها، إضافة إلى أبعادها، ثم استعراض أهم النظريات التي فسرت سلوك الشركات في هذا المجال.

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

أ- تعريف سياسة توزيع الأرباح .

تُعرّف سياسة توزيع الأرباح على أنها هي مجموعة القرارات المالية التي تتخذها إدارة المصرف لتحديد نسبة توزيع الأرباح للمساهمين، توقيت التوزيع، واستقرار السياسة، وتشمل أيضاً الأرباح المحتجزة التي تُعاد استثمارها

داخل المصرف.⁹ وتهدف هذه السياسة إلى تحقيق التوازن بين مصالح المساهمين في الحصول على عائد فوري من استثماراتهم وبين احتياجات المصرف لتمويل مشاريعه المستقبلية وضمان استدامة نموه المالي.¹⁰

كما تعكس سياسة توزيع الأرباح قدرة المصرف على إدارة موارده المالية بفعالية، وتعمل كأداة لإرسال إشارات للمستثمرين حول صحة الأداء المالي للمصرف، واستقراره، واستراتيجية الإدارة في التعامل مع الأرباح المحتجزة والموزعة. وتشكل هذه السياسة جزءاً أساسياً من حوكمة المصرف، إذ تؤثر على مستوى رضا المساهمين وثقتهم في إدارة المصرف، وبالتالي على قيمة الأسهم في السوق المالية.¹¹

ب- خصائص سياسة توزيع الأرباح :

1. الاستمرارية: تُعد من أهم خصائص سياسة توزيع الأرباح، حيث تشير إلى التزام المصرف بتوزيع الأرباح بانتظام على المساهمين عبر الفترات المالية المختلفة. تساعد الاستمرارية في بناء ثقة المستثمرين في المصرف، إذ توفر لهم توقعات واضحة حول العوائد المستقبلية، مما يعزز استقرار سعر السهم في السوق المالية. حيث تعكس الاستمرارية قدرة المصرف على تحقيق أرباح مستقرة ومستدامة، كما تمنح الإدارة المرونة في التخطيط المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية دون التأثير سلباً على رضا المساهمين. من الناحية النظرية، تشير

⁹ عبد الفتاح، إسماء، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1)، ص 1765

¹⁰ Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144

¹¹ Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P 22

الدراسات إلى أن التوزيعات المستمرة تعزز القيمة السوقية للأسهم من خلال إرسال إشارات إيجابية عن قوة الأداء المالي واستدامة الأرباح.¹²

2. المرونة: وتمثل قدرة المصرف على تعديل حجم أو توقيت توزيع الأرباح وفقاً للظروف المالية والتشغيلية المحيطة به. فالمصارف تحتاج أحياناً إلى الاحتفاظ بجزء من الأرباح لتغطية النفقات الطارئة، تمويل المشاريع المستقبلية، أو مواجهة تقلبات السوق، تتيح المرونة للإدارة التكيف مع التغيرات الاقتصادية دون المساس بالاستقرار المالي للمصرف أو خفض ثقة المساهمين. كما تسمح بوضع سياسة توزيعات توازن بين تلبية توقعات المستثمرين وتحقيق أهداف النمو والاستثمار المستقبلي للمصرف. حيث تشير الدراسات النظرية إلى أن المرونة تساعد في الحد من المخاطر المرتبطة بالالتزام الصارم بتوزيع الأرباح، مع الحفاظ على إشارات إيجابية للسوق حول أداء المصرف المالي.¹³

3. الشفافية: تشير إلى وضوح سياسة توزيع الأرباح وإفصاح المصرف عن قراراته المتعلقة بتوزيع الأرباح بشكل كامل ودقيق للمساهمين وللسوق المالي. فكلما كانت المعلومات المتعلقة بحجم الأرباح الموزعة ومواعيد التوزيع وأسباب الاحتفاظ بالأرباح واضحة، زاد مستوى ثقة المستثمرين في إدارة المصرف وقدرتهم على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، وتلعب الشفافية دوراً محورياً في الحد من المعلومات المضللة والشائعات في السوق، كما تعزز من مصداقية المصرف أمام المساهمين والمستثمرين المحتملين. وتؤكد الدراسات أن المصارف التي

¹² Cao, T. (2023). Dividend Policy and Share Price Volatility: Empirical Evidence from Industrial Companies in Vietnam. *RA Journal of Applied Research*, 9(4). P 3.

¹³ قرشي، محمد الأخضر،، يازي، منار،، وبن حنيش، أم الخير. (2024). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2022. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 7.

تتسم سياساتها بالشفافية تحقق استقرارًا أكبر في قيمة أسهمها في السوق، وتقلل من تقلبات الأسعار الناتجة عن عدم اليقين أو التوقعات الخاطئة.¹⁴

ج- أهداف سياسة توزيع الأرباح :

1. الحفاظ على رضا المساهمين: يُعد رضا المساهمين من أبرز الأهداف التي تسعى سياسة توزيع الأرباح لتحقيقها، إذ يعكس التوزيع المنتظم للأرباح التزام المصرف بمصالح المساهمين وتقديره لاستثماراتهم. فالمساهمون غالباً ما يفضلون الحصول على عائد ثابت ومستقر من أسهمهم، ويؤدي الوفاء بتوقعاتهم إلى تعزيز ثقتهم في الإدارة والحفاظ على استقرار قاعدة المساهمين، كما يسهم الحفاظ على رضا المساهمين في رفع جاذبية الأسهم في السوق المالية.¹⁵

2. دعم استقرار سعر السهم: يُعد دعم استقرار سعر السهم من الأهداف الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح، إذ أن التوزيع المنتظم والمخطط له بعناية يعكس قدرة المصرف على إدارة أرباحه بشكل متوازن بين الاحتياجات التشغيلية ومتطلبات المستثمرين، حيث يساهم التوزيع المنتظم للأرباح في الحد من تقلبات أسعار الأسهم في السوق المالية، ويُقلل من المخاطر المرتبطة بتقلبات الطلب على الأسهم الناتجة عن عدم اليقين حول عوائد

¹⁴ Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P24.

¹⁵ قرشي، محمد الأخضر، يازي، منار، وبن حنيش، أم الخير. (2024). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2022. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 9

الاستثمار. كما يساعد استقرار سعر السهم في جذب مستثمرين جدد وزيادة ثقة المساهمين الحاليين، مما ينعكس إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم¹⁶

3. إعادة استثمار الأرباح لتعزيز النمو: يتيح إعادة استثمار جزء من الأرباح المحتجزة للمصرف تمويل مشاريعه المستقبلية وتوسيع عملياته دون الحاجة للاعتماد الكامل على التمويل الخارجي، حيث يساعد الاحتفاظ بجزء من الأرباح في دعم استثمارات النمو، مثل تحديث البنية التحتية، تطوير الخدمات المصرفية، ورفع جودة المنتجات المالية المقدمة للعملاء. ومن خلال هذه الاستثمارات، يمكن للمصرف تحقيق زيادة مستدامة في أرباحه المستقبلية، وهو ما ينعكس بدوره إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم.

كما أن التوازن بين توزيع الأرباح النقدية واحتجاز جزء لإعادة الاستثمار يمثل سياسة مالية حكيمة تضمن رضا المساهمين الحاليين مع تأمين النمو المستقبلي للمصرف، ويظهر قدرة الإدارة على التخطيط المالي الاستراتيجي بكفاءة¹⁷.

¹⁶ عبد الفتاح، إسراء، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1)، ص 1766.

¹⁷ Khasanah, U., Wijaya, L. R. P., & Sidik, M. M. A. (2025). The Effect of Dividend Policy, Earnings Volatility, and Leverage on Stock Price Volatility. Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu, 4(1), P 17

ثانياً: أنواع توزيعات الأرباح

أ- الأرباح النقدية .

تشير الأرباح النقدية إلى الجزء من أرباح المصرف الذي يتم توزيعه مباشرة على المساهمين نقداً، وفقاً لعدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم. وتعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً لتوزيع الأرباح بين المصارف والمستثمرين، حيث توفر عائداً فورياً يمكن للمساهمين استخدامه بحرية.¹⁸

فقد يعلن المصرف عن توزيع أرباح نقدية بنسبة 5% من رأس المال لكل سهم مملوك للمساهمين، ويُدفع المبلغ بشكل دوري (ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنوي) وفقاً لقرارات الجمعية العامة للمصرف. تقدم هذه الطريقة العديد من المزايا منها¹⁹

1. توفر عائداً فورياً للمساهمين، ما يزيد من رضاهم وثقتهم بالمصرف .
2. تعكس قوة الأداء المالي للمصرف واستدامة الأرباح .
3. تعمل كإشارة إيجابية للسوق عن قدرة المصرف على تحقيق أرباح نقدية منتظمة .

وبالرغم من المزايا المقدمة يؤخذ عليها ما يلي:

1. قد تقلل من سيولة المصرف المتاحة للاستثمار في المشاريع المستقبلية .

¹⁸ قرشي، محمد الأخضر،، يازي، منار،، وبن حنيش، أم الخير . (2024). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2022. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص15.

¹⁹ Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P25

2. يمكن أن تحد من قدرة المصرف على مواجهة الطوارئ المالية أو التوسع دون الاعتماد على التمويل الخارجي .

3. الإفراط في التوزيع النقدي قد يزيد من المخاطر المالية ويضع ضغطاً على إدارة المصرف للحفاظ على مستوى الأرباح المستقبلي.

ب- أرباح الأسهم

تُعرّف أرباح الأسهم على أنها توزيع جزء من الأرباح على المساهمين على شكل أسهم جديدة بدلاً من النقد . بينما تعطي الأرباح النقدية قيمة مالية مباشرة للمساهمين، فإن أرباح الأسهم تزيد من عدد الأسهم المملوكة لكل مساهم دون صرف نقدي، وبذلك، لا يتم استنزاف سيولة المصرف عند توزيع أرباح الأسهم، وهو ما يتيح للمصرف الحفاظ على قدرته على الاستثمار في المشاريع المستقبلية والتوسع دون الحاجة للتمويل الخارجي.²⁰

تؤثر أرباح الأسهم على القيمة السوقية للأسهم بطرق مختلفة نذكر منها:²¹

1. زيادة عدد الأسهم القائمة: قد يؤدي توزيع أسهم جديدة إلى تخفيف ملكية الأسهم القائمة، ما قد يقلل من ربحية السهم الواحد إذا لم يقابلها نمو حقيقي في الأرباح .

2. إشارة إيجابية للمستثمرين: توزيع أرباح الأسهم يعكس ثقة الإدارة في قدرتها على تحقيق نمو مستدام، وهو ما يمكن أن يعزز الطلب على الأسهم ويدعم القيمة السوقية على المدى الطويل .

²⁰ فليح، هدى كاظم. (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الوحدة الاقتصادية: دراسة تطبيقية على بعض المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018-2023). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، ص12.

²¹ Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P 26.

3. الحفاظ على السيولة: من خلال عدم صرف نقدي، يمكن للمصرف توظيف الأرباح المحتجزة في تمويل مشاريع النمو، ما يسهم في زيادة الأرباح المستقبلية وبالتالي رفع القيمة السوقية للأسهم. ويُعدّ الأداء الآني والمستقبلي، وتنفيذ توزيع أرباح السهم من العناصر الأساسية لقرار توزيع الأرباح، كما أن تاريخ دفع الأرباح والإعلان عنها هي الأخرى يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار.²²

²² بدروني، عيسى؛ غربي، حمزة؛ وقمان، مصطفى. (2020). سياسة توزيع الأرباح، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، ص43.

ثالثاً: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

أ- العوامل المالية :

تعتبر العوامل المالية من أهم المحددات التي تؤثر على حجم وطريقة توزيع الأرباح في المصارف، حيث تحدد قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته تجاه المساهمين مع المحافظة على استقراره المالي ونموه المستقبلي. وتشمل أهم هذه العوامل: ²³

1. حجم الأرباح: ارتبط حجم الأرباح المحققة مباشرة بقدرة المصرف على توزيع الأرباح. فالمصارف التي تحقق أرباحاً مرتفعة ومستقرة غالباً ما تكون لديها قدرة أكبر على توزيع نسب أعلى من الأرباح للمساهمين، بينما قد تقلل المصارف ذات الأرباح المتقلبة أو المنخفضة نسب التوزيع لتقادي الضغط المالي على السيولة الداخلية.

ويقيس الربح الموزع للسهم الدخل الجاري الناتج عن استثمار المالكين في أسهم الشركة ²⁴

2. السيولة النقدية: تشير السيولة النقدية إلى قدرة المصرف على تحويل الأصول إلى نقد بسهولة لتلبية احتياجاته التشغيلية والمالية. فعلى الرغم من تحقيق المصرف لأرباح جيدة، فإن نقص السيولة قد يمنع الإدارة من توزيع أرباح نقدية كبيرة. لذا، تُعد المحافظة على مستوى كافٍ من السيولة عاملاً حاسماً في تحديد حجم الأرباح القابلة للتوزيع .

3. الاحتياجات التمويلية المستقبلية: تحتاج المصارف أحياناً إلى الاحتفاظ بجزء من الأرباح لتمويل مشاريع توسعية أو تحسين الخدمات، أو لمواجهة المخاطر الطارئة. يشمل ذلك الاستثمار في التكنولوجيا المالية،

²³ فليح، هدى كاظم. (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الوحدة الاقتصادية: دراسة تطبيقية على بعض المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018-2023). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، ص14.

²⁴ الميداني محمد أيمن، (2015)، الإدارة التمويلية للشركات الطبعة السابعة الإدارة التمويلية للشركات. دار العكيان للنشر، الرياض، السعودية، ص147

تطوير البنية التحتية، أو زيادة رأس المال العامل. لذلك، يلعب التقدير السليم للاحتياجات المستقبلية دوراً محورياً في تحديد نسبة الأرباح المحتجزة مقابل توزيعها على المساهمين.

ب- العوامل القانونية والتنظيمية :

تلعب العوامل القانونية والتنظيمية دوراً مهماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح في المصارف، حيث تضع الأطر القانونية والرقابية حدوداً والتزامات يجب على الإدارة الالتزام بها لضمان شرعية وشفافية القرارات المالية. ومن أهم هذه العوامل:²⁵

1. الضرائب على الأرباح: تؤثر الضرائب بشكل مباشر على صافي الأرباح المتاحة للتوزيع. فارتفاع معدلات الضرائب يقلل من الموارد المالية التي يمكن توزيعها على المساهمين، بينما يسمح النظام الضريبي المرن بتخصيص جزء أكبر من الأرباح للتوزيع أو لإعادة الاستثمار. وبذلك، يجب على الإدارة التخطيط بعناية للالتزامات الضريبية لتجنب التأثير السلبي على سياسة التوزيع وضمان تحقيق التوازن بين الالتزامات القانونية ومصالح المساهمين .

2. القوانين المصرفية والرقابية في سورية تخضع المصارف السورية لهيئات رقابية تضع ضوابط صارمة حول توزيع الأرباح بهدف حماية استقرار النظام المصرفي والسيولة النقدية للمصارف. تتضمن هذه القوانين حدوداً لنسبة الأرباح التي يمكن توزيعها، ومتطلبات الاحتفاظ بالاحتياطيات القانونية، ومتطلبات رأس المال. ويهدف هذا الإطار التنظيمي إلى منع الإفراط في التوزيع الذي قد يعرض المصرف لمخاطر مالية ويؤثر على استقراره .

توضح هذه العوامل القانونية والتنظيمية أهمية التوافق بين سياسة توزيع الأرباح والالتزامات القانونية لضمان الاستدامة المالية للمصرف وتعزيز ثقة المستثمرين في السوق المصرفي السوري.

²⁵ عبد الفتاح، إسماعيل، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1)، ص 1769

ج- العوامل المؤسسية:

تلعب العوامل المؤسسية دوراً مهماً في صياغة سياسة توزيع الأرباح للمصارف، حيث تحدد طبيعة الإدارة والعلاقات بين المساهمين وأصحاب القرار مدى مرونة وفعالية هذه السياسة. وتشمل أهم هذه العوامل:²⁶

1. هيكل الملكية: يشير هيكل الملكية إلى توزيع الملكية بين المساهمين الرئيسيين والأقلية، وهو عامل أساسي في تحديد سياسة توزيع الأرباح. فالمصارف التي تمتلك هيكل ملكية مركزي (مساهمون كبار يسيطرون على قرارات المصرف) غالباً ما تتخذ قرارات توزيعات تعكس مصالح المساهمين الرئيسيين، بينما قد تميل المصارف ذات الملكية الموزعة إلى سياسات أكثر شفافية واستمرارية لتلبية توقعات جميع المساهمين .

2. ممارسات الإدارة وحوكمة الشركات: تؤثر جودة الإدارة وحوكمة الشركات في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح بشكل مباشر. فالإدارة التي تتسم بالكفاءة والالتزام بالمعايير الحوكمية تكون أكثر قدرة على تحقيق التوازن بين توزيع الأرباح واحتياجات المصرف الاستثمارية، وتقليل المخاطر المرتبطة بسوء استخدام الأرباح المحتجزة. كما تسهم الحوكمة الرشيدة في تعزيز الثقة بين المساهمين والإدارة وتوفير إشارات إيجابية للسوق المالي .

3. حقوق المساهمين وأهميتها: تعتبر حماية حقوق المساهمين من العوامل المؤسسية الجوهرية في تحديد سياسة توزيع الأرباح. فالمساهمون الذين يتمتعون بحقوق واضحة في الاطلاع والمشاركة في القرارات يضمنون أن سياسة التوزيع تحقق العدالة بين جميع الأطراف، وتحافظ على رضاهم وثقتهم. كما أن احترام حقوق المساهمين يعزز الشفافية والمساءلة، ما ينعكس إيجابياً على قيمة الأسهم في السوق.

²⁶ قرشي، محمد الأخضر،، يازي، منار،، وبن حنيش، أم الخير . (2024). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2022. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص12.

رابعاً: أبعاد سياسة توزيع الأرباح

تلعب أبعاد سياسة توزيع الأرباح دوراً أساسياً في تحديد مدى تأثير هذه السياسة على المساهمين والقيمة السوقية للأسهم، خاصة في ظل غياب التوزيعات النقدية خلال فترة الدراسة نتيجة ضعف السيولة النقدية وتوجه المصارف نحو تعزيز رسميتها والاحتفاظ بالأرباح لمواجهة المخاطر الاقتصادية والمالية المرتفعة. يتم التركيز على بعدين رئيسيين لسياسة توزيع الأرباح وهما: الأرباح المحتجزة (كسياسة احتجاز وإعادة استثمار)، وسياسة الرسمة (توزيع أسهم مجانية). وتمثل هذه الأبعاد مؤشرات عملية تساعد على تقييم فعالية السياسة المالية للمصرف، ومدى توافقها مع أهداف النمو والاستدامة المالية ورضا المستثمرين.

أ- الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة الجزء من صافي أرباح المصرف الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة بدلاً من توزيعه على المساهمين، لاستخدامه في تمويل المشاريع المستقبلية أو تعزيز رأس المال أو مواجهة الالتزامات.

$$\text{الأرباح المحتجزة} = \text{صافي الأرباح} - \text{إجمالي الأرباح الموزعة}$$

وفي ظل غياب التوزيعات النقدية، فإن الأرباح المحتجزة تعادل صافي الأرباح مضافاً إليها الرصيد المتراكم من السنوات السابقة.²⁷

تلعب الأرباح المحتجزة دوراً مهماً في تحقيق الاستقرار المالي والتوسع الاستثماري، حيث تعكس هذه الأرباح استراتيجية المصرف القائمة على النمو والتوسع، ومدى قدرة الإدارة على الموازنة بين تلبية احتياجات المساهمين

²⁷ عبد الفتاح، إسماعيل، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1)، ص 1770.

(عبر زيادة القيمة السوقية) وتحقيق التنمية المستدامة، إلا أن الإفراط في الاحتجاز دون تحقيق عوائد مستقبلية قد يقلل من جاذبية السهم في السوق.²⁸

ب- سياسة الرسمة (توزيع الأسهم المجانية)

تمثل سياسة الرسمة قيام المصرف بتحويل جزء من الأرباح المحتجزة إلى رأس مال مدفوع، وتوزيع أسهم إضافية مجانية على المساهمين بنسبة محددة (مثل سهم مجاني لكل عدد معين من الأسهم المملوكة). هذه السياسة لا تترتب عليها تدفقات نقدية خارجة من المصرف، بل تزيد عدد الأسهم القائمة مع بقاء القيمة الدفترية الإجمالية كما هي. وقد تظهر تأثير هذه السياسة بأحد الأشكال التالية:²⁹

* زيادة عدد الأسهم المصدرة.

* انخفاض سعر السهم الواحد نظرياً (بسبب زيادة العرض).

* عدم تغير القيمة السوقية الإجمالية لحظة الإصدار (معادلة: القيمة السوقية = السعر × العدد).

وتعكس سياسة الرسمة ثقة الإدارة في الأداء المستقبلي للمصرف، وقد تُفسر في السوق كإشارة إيجابية عن آفاق النمو، مما يعزز الطلب على السهم ويرفع قيمته السوقية على المدى المتوسط والطويل. كما تعد وسيلة لمكافأة المساهمين دون استنزاف السيولة النقدية للمصرف، مما يجعلها بديلاً شائعاً عن التوزيعات النقدية في الظروف الاقتصادية التي تتسم بانخفاض السيولة أو ارتفاع الطلب على رأس المال.³⁰

²⁸ Wulandari, C. & Saladin, R. (2024). Analysis of the Effect of Dividend Policy and Profitability on Stock Price. *Journal of Management and Business Studies*, 6(1). P 711

²⁹ Cao, T. (2023). Dividend Policy and Share Price Volatility: Empirical Evidence from Industrial Companies in Vietnam. *RA Journal of Applied Research*, 9(4). P 7

³⁰ Khasanah, U., Wijaya, L. R. P., & Sidik, M. M. A. (2025). The Effect of Dividend Policy, Earnings Volatility, and Leverage on Stock Price Volatility. *Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu*, 4(1), P 20

خامساً: نظريات توزيع الأرباح

أ- نظرية إشارات السوق

تستند نظرية إشارات السوق إلى فكرة أن قرارات توزيع الأرباح تمثل إشارة للمستثمرين حول صحة الأداء المالي للمصرف وقدرته على توليد الأرباح المستقبلية. إذ تعتبر التوزيعات المنتظمة والمؤكدّة مؤشراً على استقرار أرباح المصرف، وكفاءته في إدارة الموارد المالية، مما يعزز ثقة المساهمين في قدرته على الاستمرار وتحقيق النمو المستدام.³¹

1. قوة الأداء المالي: فعندما يقرر المصرف توزيع أرباح نقدية أو أسهم إضافية بشكل منتظم، فإن ذلك يشير إلى وجود أرباح مستدامة وسيولة كافية لتلبية احتياجات التوسع والاستثمار. بالتالي، تعتبر هذه التوزيعات إشارة واضحة للمستثمرين على أن المصرف يحقق أداءً مالياً قوياً ويملك القدرة على الوفاء بالتزاماته المالية.³² وتساهم إشارات التوزيعات في تشكيل توقعات المستثمرين حول الأداء المستقبلي للمصرف. فإذا كانت التوزيعات مستقرة أو متزايدة، فإنها تعزز توقع المستثمرين بارتفاع الأرباح المستقبلية، مما يزيد الطلب على الأسهم ويرفع القيمة السوقية. بالمقابل، أي تخفيض غير متوقع في التوزيعات قد يُفسر سلباً ويقلل ثقة المستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

³¹ فليح، هدى كاظم. (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الوحدة الاقتصادية: دراسة تطبيقية على بعض المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018-2023). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، ص17.

³² Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P 27.

ب- نظرية تفضيل التوزيع

تتعرض نظرية تفضيل التوزيع أن المستثمرين يفضلون تلقي الأرباح الحالية بدلاً من الأرباح المستقبلية المحتملة، وذلك لاعتبارات سيولة الأموال، تقليل المخاطر، أو الرغبة في العوائد الفورية. وتعكس هذه النظرية سلوك المستثمرين في الأسواق المالية تجاه توزيعات الأرباح، حيث يؤثر نوع وموعد التوزيع على قرارات الشراء والبيع للأسهم.³³

حيث يميل المستثمرون الذين يفضلون الدخل الفوري إلى الأسهم التي توزع أرباحاً نقدية منتظمة. فهم يعتبرون الأرباح الموزعة بمثابة عائد ملموس يمكن استخدامه أو إعادة استثماره حسب حاجاتهم، بدلاً من الاعتماد على نمو الأرباح المستقبلية الذي قد يكون غير مؤكد .

كما ينعكس تفضيل المستثمرين للأرباح الحالية بشكل مباشر على الطلب على الأسهم. فزيادة توزيعات الأرباح الحالية تزيد من جاذبية السهم للمستثمرين الباحثين عن دخل فوري، مما يرفع الطلب على الأسهم وبالتالي القيمة السوقية لها. بالمقابل، إذا قلت التوزيعات أو توقفت، قد يؤدي ذلك إلى انخفاض رضا المستثمرين، مما ينعكس سلباً على السعر السوقي للسهم.

وتؤيد فرضية فيشر (1930) وجود علاقة موجبة بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم، فبالرغم من تأثير التضخم السلبي على القوة الشرائية للنقود فإنه يؤثر بصورة إيجابية على إيرادات وأرباح قيمة أصول الشركات ومن ثم على أسعار وعوائد الأسهم.³⁴

³³ Khasanah, U., Wijaya, L. R. P., & Sidik, M. M. A. (2025). The Effect of Dividend Policy, Earnings Volatility, and Leverage on Stock Price Volatility. Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu, 4(1), P 22

³⁴ Uwubanmwene, E. " Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market.", International Journal of Business and Social Science Vol 6, No. 11,2015.

وعليه يلعب التضخم دوراً مهماً في تفضيل توزيعات الأرباح فهو يدفع المستثمرين إلى البحث عن توزيعات أرباح الأسهم كأداة للتحوط من تآكل القوة الشرائية، خاصة في فترات التضخم المرتفع حيث تثبت أرباح الأسهم تفوقها التاريخي.

ج. نظرية الوكالة

تستند نظرية الوكالة إلى العلاقة بين الملاك (المساهمين) والإدارة (الوكلاء)، حيث قد تنشأ صراعات مصالح تؤدي إلى سوء استخدام الأرباح المحتجزة أو اتخاذ قرارات تخدم الإدارة على حساب المساهمين. وتعتبر سياسة توزيع الأرباح أداة مهمة لتقليل هذه المشكلات وتحسين الحوكمة داخل المصرف.³⁵

في خلال توزيع جزء من الأرباح على المساهمين، تتم تقليل الأموال المحتجزة التي قد تُستخدم في مشاريع غير مجدية أو غير مربحة، وبالتالي تقيد قدرة الإدارة على اتخاذ قرارات تصب في مصلحتها الشخصية على حساب المساهمين. هذا الإجراء يزيد من شفافية استخدام الموارد ويعزز الرقابة الداخلية.³⁶

وترتبط سياسات التوزيع الجيدة بحوكمة فعالة، حيث تعكس التوزيعات المنتظمة التزام الإدارة بمصلحة المساهمين وحقوقهم. كما أن هذه السياسات توفر إشارات للمستثمرين عن كفاءة الإدارة وشفافية اتخاذ القرارات المالية، ما يعزز الثقة في المصرف ويرفع القيمة السوقية للأسهم.³⁷

³⁵ Wulandari, C. & Saladin, R. (2024). Analysis of the Effect of Dividend Policy and Profitability on Stock Price. *Journal of Management and Business Studies*, 6(1). P 713.

³⁶ Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1). P 29.

³⁷ فليح، هدى كاظم. (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الوحدة الاقتصادية: دراسة تطبيقية على بعض المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018-2023). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، ص23.

الفصل الثاني: حجم المصرف

يُعد حجم المصرف أحد أهم المتغيرات الهيكلية والمالية التي تؤثر في أدائه وقيمته السوقية، حيث يعكس مدى توسع المصرف في أنشطته، وانتشاره الجغرافي، وقاعدته الرأسمالية، وحجم أصوله وودائعه. ويختلف تقييم السوق لحجم المصرف باختلاف البيئة الاقتصادية والتنظيمية، إذ قد يرتبط الحجم الكبير بمزايا وفورات الحجم وقوة السوق، وقد يرتبط أيضاً بمخاطر هيكلية وإدارية أكبر.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري متكامل حول مفهوم حجم المصرف، وأهمية قياسه، والعوامل المؤثرة فيه، وأبعاده المختلفة، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لعلاقته بالقيمة السوقية.

أولاً: مفهوم حجم المصرف:

أ- تعريف حجم المصرف:

يُعرف حجم المصرف على أنه المقياس الكمي لحجم العمليات والأنشطة التي يقوم بها المصرف، ويعكس مدى توسع المصرف في السوق من حيث حجم أصوله، أو وودائعه، أو قروضه، أو عدد فروعها، أو رأسماله، أو عدد العاملين فيه. ويُستخدم الحجم كمؤشر على القوة المالية للمصرف وقدرته التنافسية وتأثيره في السوق.³⁸ يُقاس حجم المصرف عادةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك بهدف تقليل التباين الكبير بين البنوك الكبيرة والصغيرة، وتقريب توزيع المتغير إلى التوزيع الطبيعي، وتسهيل تفسير معاملات الانحدار كنسبة مئوية تقريبية.³⁹

ب- أهمية قياس حجم المصرف:

يُعد حجم المصرف من المؤشرات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون والمحللون والجهات الرقابية في تقييم المصرف، وذلك للأسباب التالية:

³⁸ Hughes, J. P., & Mester, L. J. (2013). Measuring the performance of banks: Theory, practice, evidence, and some policy implications. *Oxford Handbook of Banking*, 2nd ed., Oxford University Press, p. 156.

³⁹ Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2019). *Basic Econometrics* (6th ed.). McGraw-Hill, pp. 120-125.

1. مؤشر على الاستقرار المالي: تميل المصارف الكبيرة إلى امتلاك قواعد رأسمالية أوسع، وقدرة أكبر على تنويع المخاطر، وتحمل الصدمات المالية، مما يجعلها أقل عرضة للإفلاس أو أزمات السيولة.⁴⁰
 2. مؤشر على الثقة والقوة السوقية: يُنظر إلى المصرف الكبير غالباً على أنه أكثر موثوقية وجدارة ائتمانية من المصرف الصغير، مما يجعله قادراً على جذب ودائع أكبر وعلاقات مصرفية أوسع.⁴¹
 3. مؤشر على الكفاءة التشغيلية: يمكن للبنك الكبير تحقيق وفورات الحجم من خلال توزيع التكاليف الثابتة على قاعدة أوسع من العمليات والخدمات، مما يحسن هامش الربحية.⁴²
 4. مؤشر على التأثير النظامي: تخضع المصارف الكبيرة عادة لرقابة أكثر تشدداً من قبل المصارف المركزية والجهات التنظيمية، نظراً لأهميتها النظامية وتأثير تعثرها على الاقتصاد ككل.⁴³
- ج- مقاييس حجم المصرف:

تتعدد المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس حجم المصرف، وأكثرها شيوعاً في الدراسات المالية ما يلي:

1. إجمالي الأصول (Total Assets): وهو مجموع موجودات البنك، ويعتبر المقياس الأكثر شمولاً واستقراراً نسبياً.⁴⁴

⁴⁰ Berger, A. N., & Bouwman, C. H. S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146-176.

⁴¹ Levine, R. (2004). The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3404, p. 8.

⁴² Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2019). The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis. *The Manchester School*, 72(3), 363-381.

⁴³ Financial Stability Board (FSB). (2021). Global systemically important banks (G-SIBs): Assessment methodology and additional loss absorbency requirement. FSB Publications, p. 12.

⁴⁴ Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2010). Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 626-650.

2. اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (LNTA): يقلل التباين بين المصارف الكبيرة والصغيرة، ويحسن خصائص التوزيع الإحصائي، وهو الأنسب للاستخدام في نماذج الانحدار والبيانات اللوحية.⁴⁵
3. إجمالي الودائع (Total Deposits): يعكس ثقة المودعين وقاعدة التمويل المستقرة للمصارف.⁴⁶
4. إجمالي حقوق الملكية (Total Equity): يعكس القوة المالية الذاتية للمصرف ومصادر تمويله الذاتية.⁴⁷

وتعتمد هذه الدراسة على قياس حجم المصرف باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (LNTA أو SIZE)، وذلك لاتساقه مع الأدبيات القياسية الحديثة، وملاءمته لطبيعة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المستخدمة.

ثانياً: العوامل المؤثرة في حجم المصرف:

تتأثر عملية نمو وتوسع حجم المصرف بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، يمكن تلخيص أبرزها على النحو التالي:

أ- العوامل الداخلية

1. كفاءة الإدارة وجودتها: تُعد الإدارة الفعالة التي تمتلك رؤية استراتيجية واضحة، وقدرة على تحديد الفرص الاستثمارية، وإدارة المخاطر، وتحسين الأداء التشغيلي، من أهم الدوافع الداخلية لنمو حجم المصرف.⁴⁸

⁴⁵ Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7th ed.). Cengage Learning, pp. 210-215

⁴⁶ Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach* (9th ed.). McGraw-Hill, p. 78

⁴⁷ Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2019). *Bank Management & Financial Services* (10th ed.). McGraw-Hill, p. 112

⁴⁸ Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325

2. الربحية المحققة والاحتياطيات: تمكّن الأرباح المرتفعة والمستدامة المصرف من تعزيز رأس ماله ذاتياً عبر الاحتفاظ بجزء من الأرباح، وبالتالي تمويل النمو والتوسع دون الاعتماد الكبير على التمويل الخارجي.⁴⁹

3. سياسة توزيع الأرباح: تؤثر سياسة المصرف في توزيع أرباحه على المساهمين على حجم الأرباح المحتجزة المتاحة لإعادة الاستثمار، فالمصارف التي تتبنى سياسة احتفاظ متحفظة تميل إلى نمو أسرع في حجم أصولها.⁵⁰

4. هيكل الملكية والحوكمة: قد تشجع هيكل الملكية المركزة على سياسات توسعية أكثر عدوانية، بينما قد تفضل الملكية المنتشرة سياسات أكثر تحفظاً.⁵¹

ب- العوامل الخارجية:

1. البيئة الاقتصادية الكلية: تؤثر معدلات النمو الاقتصادي، والتضخم، وأسعار الفائدة، واستقرار سعر الصرف على الطلب على الخدمات المصرفية.⁵²

⁴⁹ Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221

⁵⁰ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329

⁵¹ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332

⁵² Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

2. الإطار التنظيمي والرقابي: تضع المصارف المركزية وهيئات الرقابة المالية متطلبات رأسمالية وسيولة تحد من قدرة المصارف على النمو غير المقيد.⁵³

3. المنافسة في القطاع المصرفي: في الأسواق عالية التنافسية، قد تضطر المصارف إلى المنافسة على الودائع والقروض، مما قد يحد من قدرتها على التوسع.⁵⁴

ثالثاً: نظريات تفسير علاقة حجم المصرف بالقيمة السوقية

تتباين النظريات الاقتصادية والمالية في تفسير طبيعة العلاقة بين حجم المصرف والقيمة السوقية، ويمكن إجمال أبرزها فيما يلي:

أ- نظرية وفورات الحجم:

تفترض هذه النظرية أن زيادة حجم المصرف تؤدي إلى انخفاض متوسط التكلفة لكل وحدة خدمة مصرفية نتيجة توزيع التكاليف الثابتة على قاعدة أوسع من العمليات. وتتحقق وفورات الحجم من خلال التخصص وتقسيم العمل، والشراء بالجملة، والاقتصاد في التسويق يؤدي انخفاض التكاليف إلى زيادة الأرباح، وبالتالي زيادة القيمة السوقية.⁵⁵

ب- نظرية قوة السوق

تفترض هذه النظرية أن المصارف الكبيرة تتمتع بقدرة أكبر على التأثير في أسعار المنتجات والخدمات المصرفية مقارنة بالمصارف الصغيرة، مما يمنحها هامش ربحية أعلى وتتحقق قوة السوق من خلال الحواجز أمام دخول

⁵³ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. Bank for International Settlements (BIS), pp. 45-52

⁵⁴ Claessens, S., & Laeven, L. (2004). What drives bank competition? Some international evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 563-583

⁵⁵ Vives, X. (2016). *Competition and Stability in Banking*. Princeton University Press, pp. 120-135

المنافسين الجدد، والقدرة الأكبر على تحمل الحروب السعرية تؤدي قوة السوق إلى أرباح أعلى، وبالتالي قيمة سوقية أعلى.⁵⁶

ج- نظرية المخاطر المالية (السلبيات المحتملة للحجم الكبير)

على الرغم من المزايا السابقة، يرى بعض الباحثين أن المصارف الكبيرة قد تواجه تحديات ومخاطر تؤثر سلباً على قيمتها السوقية، منها: التعقيد الإداري والبيروقراطية، مشكلة الوكالة، المخاطر النظامية والتنظيمية، وصعوبة تحقيق النمو المستدام، قد تؤدي هذه العوامل إلى علاقة عكسية أو محدودة بين حجم المصرف وقيمه السوقية بعد تجاوز حجم معين.⁵⁷

⁵⁶ Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (2017). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European Journal of Operational Research*, 98(2), 175-212

⁵⁷ Stiroh, K. J. (2016). A portfolio view of banking with interest rate risk. *Journal of Financial Services Research*, 26(2), 107-133

الفصل الثالث: الرافعة المالية

تُعد الرافعة المالية من المؤشرات الأساسية التي تعكس هيكل تمويل المصرف ودرجة اعتماده على الاقتراض مقارنة بتمويله من حقوق الملكية. وتعتبر الرافعة المالية عن استخدام المصرف للديون بهدف تضخيم العوائد على حقوق المساهمين، إلا أن ارتفاعها بشكل مفرط قد يزيد من المخاطر المالية ويؤثر سلباً على القيمة السوقية للأسهم.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري متكامل حول مفهوم الرافعة المالية، وأهمية قياسها، والعوامل المؤثرة فيها، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لعلاقتها بالقيمة السوقية.

أولاً: مفهوم الرافعة المالية

أ- تعريف الرافعة المالية

تُعرف الرافعة المالية (Leverage) على أنها استخدام المصرف للأموال المقترضة (الديون) لتمويل أصوله واستثماراته، بهدف تحقيق عوائد أكبر للمساهمين مما لو كان يعتمد على حقوق الملكية فقط⁵⁸ وتُقاس الرافعة المالية عادةً بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، أو بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية⁵⁹ في الدراسات المصرفية، تُعد نسبة الالتزامات إلى الأصول (Debt to Assets Ratio) المقياس الأكثر شيوعاً للرافعة المالية، حيث تعكس مدى اعتماد البنك على الودائع والاقتراض في تمويل أنشطته.⁶⁰

⁵⁸ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, p

⁵⁹ Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill, p. 78

⁶⁰ Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management* (9th ed.). McGraw-Hill, p. 112.

ب- أنواع الرافعة المالية

1. الرافعة المالية التشغيلية (**Operating Leverage**): تعكس درجة اعتماد المصرف على التكاليف الثابتة في هيكل تكاليفه، وترتبط بالعلاقة بين الإيرادات التشغيلية والأرباح قبل الفوائد والضرائب⁶¹.
2. الرافعة المالية التمويلية (**Financial Leverage**): تعكس استخدام المصرف للديون في هيكل تمويله، وتقاس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، أو بنسبة الالتزامات إلى الأصول⁶².
3. الرافعة المالية الكلية (**Combined Leverage**): تجمع بين تأثير الرافعة التشغيلية والرافعة التمويلية، وتعكس حساسية صافي الربح للتغيرات في الإيرادات⁶³.

ج- أهمية قياس الرافعة المالية

يُعد قياس الرافعة المالية مهماً لعدة أسباب:

1. تقييم المخاطر المالية: تشير مستويات الرافعة المالية المرتفعة إلى زيادة مخاطر الإعسار المالي، خاصة في فترات الانكماش الاقتصادي أو ارتفاع أسعار الفائدة⁶⁴.
2. تحديد العائد على حقوق الملكية: تعمل الرافعة المالية على تضخيم العائد على حقوق الملكية (ROE) عندما يكون العائد على الأصول (ROA) أكبر من تكلفة الدين⁶⁵.
3. تقويم الجدارة الائتمانية: تعتمد وكالات التصنيف الائتماني والجهات الرقابية على نسب الرافعة المالية لتقييم سلامة المركز المالي للمصرف⁶⁶.

ثانياً: العوامل المؤثرة في الرافعة المالية

تتأثر مستويات الرافعة المالية في المصارف بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية:

⁶¹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley, p. 89

⁶² Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson, p. 67.

⁶³ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill, p. 95

⁶⁴ Altman, E. I. (2013). Predicting financial distress of companies. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609

⁶⁵ Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102

⁶⁶ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. BIS, pp. 30-35

أ- العوامل الداخلية:

1. **ربحية المصرف:** تميل المصارف ذات الربحية المرتفعة إلى الاعتماد أقل على الديون، حيث يمكنها تمويل نموها من خلال الأرباح المحتجزة.⁶⁷
2. **حجم المصرف:** غالباً ما تتمتع المصارف الكبيرة بقدرة أكبر على تحمل مستويات أعلى من الرافعة المالية، نظراً لتنوع مصادر تمويلها وسهولة وصولها إلى أسواق الاقتراض.⁶⁸
3. **سياسة توزيع الأرباح:** تؤثر نسبة الأرباح الموزعة على حجم الأرباح المحتجزة المتاحة للتمويل الداخلي، وبالتالي على الحاجة للتمويل الخارجي بالديون.⁶⁹

ب- العوامل الخارجية

1. **أسعار الفائدة:** تؤثر تكلفة الاقتراض (أسعار الفائدة) على قرار المصرف باللجوء إلى التمويل بالديون؛ فارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة الاقتراض ويقلل من جاذبيته.⁷⁰
2. **البيئة التنظيمية:** تضع المصارف المركزية وهيئات الرقابة المالية متطلبات رأسمالية دنيا (مثل بازل 3) تحد من قدرة المصارف على زيادة الرافعة المالية بشكل غير مقيد.⁷¹
3. **ظروف السوق:** في فترات الركود الاقتصادي، قد تواجه المصارف صعوبة في الحصول على تمويل بالديون، مما يضطرها إلى خفض مستويات الرافعة المالية.⁷²

⁶⁷ Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33

⁶⁸ Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460

⁶⁹ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow. *American Economic Review*, 76(2), 323-329

⁷⁰ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48

⁷¹ Barth, J. R., Caprio, G., & Levine, R. (2012). *Guardians of Finance*. MIT Press, pp. 85-100

⁷² Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338

الفصل الرابع: العائد على الأصول

يُعتبر العائد على الأصول (Return on Assets – ROA) من أهم المؤشرات المحاسبية لقياس ربحية المصرف وكفاءته في استخدام موارده المتاحة لتوليد الأرباح. ويعكس هذا المؤشر قدرة إدارة المصرف على تحقيق عوائد مرضية مقارنة بحجم الأصول، مما يجعله أداة أساسية للمستثمرين والمحللين في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم.⁷³

يهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري متكامل حول مفهوم العائد على الأصول، وأهمية قياسه، والعوامل المؤثرة فيه، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لعلاقته بالقيمة السوقية.

أولاً: مفهوم العائد على الأصول

أ- تعريف العائد على الأصول

يُعرف العائد على الأصول بأنه نسبة صافي الدخل (الأرباح بعد الضريبة) إلى إجمالي الأصول، ويعكس مدى كفاءة المصرف في استخدام أصوله لتوليد الأرباح⁷⁴ ويُحسب العائد على الأصول وفق المعادلة التالية:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}} * 100$$

يعتبر العائد على الأصول مؤشراً شاملاً لأداء المصرف، حيث يجمع بين عناصر الربحية (صافي الدخل) وحجم الموارد (إجمالي الأصول)⁷⁵.

⁷³ Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw-Hill, p. 239

⁷⁴ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, p. 85

⁷⁵ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley, p. 112

ب- أهمية قياس العائد على الأصول

تتعدد الأهمية العملية والنظرية لقياس العائد على الأصول، ومن أبرزها:

1. قياس الكفاءة التشغيلية: يعكس ROA قدرة إدارة المصرف على تحقيق أرباح من الأصول المتاحة، مما يجعله مقياساً موضوعياً للكفاءة التشغيلية.⁷⁶
2. مقارنة الأداء بين المصارف: يتيح ROA إمكانية مقارنة أداء المصارف ذات الأحجام المختلفة، حيث يعبر عن العائد النسبي للأصول بغض النظر عن حجم المصرف.⁷⁷
3. التنبؤ بالأداء المستقبلي: يُستخدم ROA كأداة تنبؤية للأداء المالي المستقبلي، حيث تشير المستويات المرتفعة والمستقرة إلى قدرة المصرف على تحقيق أرباح مستدامة.⁷⁸
4. مدخل لقرارات الاستثمار: يعتمد المستثمرون على ROA في تقييم جاذبية الأسهم المصرفية، حيث يرتبط ارتفاع ROA عادة بتحسين القيمة السوقية.⁷⁹

ج- العائد على الأصول مقابل العائد على حقوق الملكية

من المهم التمييز بين العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، حيث يُحسب الأخير بقسمة صافي الدخل على حقوق الملكية. ويعكس ROE العائد الذي يحصل عليه المساهمون مقابل استثماراتهم، بينما يعكس ROA الكفاءة التشغيلية الكلية للمصرف بغض النظر عن هيكل التمويل⁸⁰، ويتأثر ROE بالرافعة المالية، بينما ROA أقل تأثراً بها، مما يجعله مؤشراً أنقى للكفاءة التشغيلية.⁸¹

⁷⁶ Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management* (9th ed.). McGraw-Hill, p. 145.

⁷⁷ Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2019). *Bank Management & Financial Services* (10th ed.). McGraw-Hill, p. 98

⁷⁸ Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2020). *Business Analysis and Valuation* (5th ed.). Cengage Learning, p. 67

⁷⁹ Fabozzi, F. J. (2020). *Equity Valuation and Analysis* (4th ed.). Wiley, p. 88.

⁸⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson, p. 112.

⁸¹ . Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill, p. 78

ثانياً: العوامل المؤثرة في العائد على الأصول

تتأثر مستويات العائد على الأصول في المصارف بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية:

أ- العوامل الداخلية:

1. كفاءة إدارة الأصول: تؤثر قدرة إدارة المصرف على توزيع الأصول بين الاستخدامات المختلفة (القروض، الاستثمارات، السيولة) على العائد المحقق.⁸²
2. هامش الفائدة الصافي (Net Interest Margin): يعكس الفرق بين العائد على القروض والاستثمارات وتكلفة الودائع والاقتراض، وهو عنصر أساسي في تحديد ROA.⁸³
3. جودة الأصول ومستوى المخصصات: تؤثر نسبة القروض المتعثرة ومخصصات خسائر الائتمان سلباً على صافي الدخل وبالتالي على ROA.⁸⁴
4. الكفاءة التشغيلية: ترتبط نسبة التكاليف التشغيلية إلى الإيرادات (Cost-to-Income Ratio) عكسياً مع ROA، حيث تقلل التكاليف المرتفعة من صافي الدخل.⁸⁵

⁸² Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2019). The profitability of European banks. *The Manchester School*, 72(3), 363-381

⁸³ Berger, A. N., & Bouwman, C. H. S. (2013). How does capital affect bank performance? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146-176

⁸⁴ Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2010). Bank activity and funding strategies. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 626-650

⁸⁵ Berger, A. N., & DeYoung, R. (2017). Problem loans and cost efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 21(6), 849-870

5. **حجم المصرف:** قد تتمتع المصارف الكبيرة بوفورات حجم تمكنها من تحقيق ROA أعلى، بينما قد تكون المصارف الصغيرة أكثر مرونة في تحقيق عوائد مرتفعة في أسواق متخصصة.⁸⁶

ب- العوامل الخارجية

1. البيئة الاقتصادية الكلية: تؤثر معدلات النمو الاقتصادي، التضخم، وأسعار الفائدة على الطلب على الائتمان وجودة الأصول، وبالتالي على ROA.⁸⁷

2. **البيئة التنظيمية:** تضع الجهات الرقابية متطلبات رأسمالية وسيولة تؤثر على هيكل الأصول وقدرة المصرف على تحقيق عوائد.⁸⁸

3. **المنافسة في القطاع المصرفي:** تزيد المنافسة الشديدة من الضغط على هوامش الفائدة والعمولات، مما يقلل من ROA.⁸⁹

⁸⁶ Athanoglou, P. P., Brissimis, S. N., & Delis, M. D. (2014). Bank profitability determinants. *Journal of International Financial Markets*, 18(2), 121-136

⁸⁷ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). The credit channel of monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48

⁸⁸ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. BIS, pp. 45-52

⁸⁹ Claessens, S., & Laeven, L. (2004). What drives bank competition? *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 563-583

الفصل الخامس القيمة السوقية للأسهم

تعتبر القيمة السوقية للأسهم من أبرز المؤشرات التي تعكس أداء المصرف في السوق المالية ومدى جاذبية أسهمه للمستثمرين. فهي تمثل السعر الذي يتم تداول السهم به في السوق بناءً على تفاعل العرض والطلب، وتستند إلى توقعات المستثمرين بشأن ربحية المصرف واستدامة أدائه المالي في المستقبل.

تلعب القيمة السوقية دوراً محورياً في تقييم إدارة المصرف وفاعلية سياساته المالية، بما في ذلك سياسة توزيع الأرباح، إذ تعتبر أداة رئيسية لقياس مدى قدرة المصرف على تحقيق العوائد للمساهمين وإدارة المخاطر المالية. كما تعكس القيمة السوقية توازن العلاقة بين العوائد الحالية والتوقعات المستقبلية، ما يجعلها مؤشراً مهماً للمستثمرين وصانعي القرار المالي على حد سواء.

وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة عوامل، منها العوامل المالية للمصرف، السياسات التنظيمية والرقابية، وحوكمة الشركات، بالإضافة إلى السياسات الداخلية المتعلقة بتوزيع الأرباح واحتجازها للاستثمار المستقبلي. ومن هنا تأتي أهمية دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لفهم مدى تأثير هذه السياسات على قرارات المستثمرين وسلوك السوق المالي. يتناول هذا الفصل الإطار النظري للقيمة السوقية للأسهم، من خلال عرض مفهومها، وبيان أهم العوامل المؤثرة فيها، واستعراض النماذج الأساسية المستخدمة في تقييمها، وصولاً إلى تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية.

أولاً: مفهوم القيمة السوقية للسهم.

أ- تعريف القيمة السوقية للأسهم.

تشير إلى السعر الذي يتم فيه تداول السهم في السوق المالية في لحظة معينة، ويُعتبر هذا السعر مؤشراً رئيسياً على تقييم السوق لأداء المصرف من حيث استدامة الأرباح، النمو، والقدرة على توليد القيمة للمساهمين. وتعد

أحد الأدوات الأساسية التي يستخدمها المستثمرون والمحللون لتقييم القوة المالية للشركات والمصارف، وقدرتها على التكيف مع التغيرات الاقتصادية والسوقية.⁹⁰

حيث تعتبر القيمة السوقية مقياساً مباشراً للثقة في قدرة المصرف على توليد الأرباح وتحقيق استقرار طويل الأجل. فهي تعكس أداء المصرف المالي استناداً إلى توقعات السوق حول نتائج أعماله المستقبلية.⁹¹

تُحسب القيمة السوقية من خلال سعر السهم الحالي مضروباً في عدد الأسهم المتداولة، مما يعكس القيمة الإجمالية للمصرف كما يراها السوق في تلك اللحظة، وتعكس التوقعات المستقبلية لأرباح المصرف والنمو الاقتصادي الذي سيحققه، حيث إذا كانت هناك توقعات إيجابية (بناءً على النتائج المالية الجيدة، أو تحسينات استراتيجية أو تزايد الطلب على المنتجات المالية)، سيرتفع السعر، مما يعزز من القيمة السوقية .

تؤثر حركة العرض والطلب بشكل مباشر على سعر السهم في السوق، مما يعكس بدوره القيمة السوقية . العلاقة بين العرض والطلب هي التي تحدد السعر الذي يتم به تداول السهم في أي لحظة.⁹²

* الطلب على الأسهم: عندما يزداد الطلب على أسهم المصرف (نتيجة لإعلان نتائج مالية جيدة أو تطور استراتيجي أو تقدير من قبل المحللين)، فإن سعر السهم يرتفع، مما يزيد من القيمة السوقية للمصرف .

* العرض من الأسهم: عندما يزيد العرض من الأسهم (مما يعني أن هناك عدد أكبر من المساهمين أو المستثمرين الذين يبيعون الأسهم)، فإن السعر ينخفض، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للمصرف .

⁹⁰ Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), P 126

⁹¹ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, P22.

⁹² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2020). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), P5.

ب- أهمية القيمة السوقية في تقييم الشركات والمصارف.

تمثل القيمة السوقية التقييم الفعلي للشركة أو المصرف في السوق، فهي تعكس مستوى ثقة المستثمرين في قدرة الكيان على تحقيق الأرباح والنمو المستدام في المستقبل، وتعتبر أداة رئيسية لقياس مدى نجاح المصرف في جذب الاستثمارات، حيث يعتمد سعر السهم الذي يمثل القيمة السوقية على العرض والطلب في السوق، مما يعكس رغبة المستثمرين في شراء الأسهم بناءً على تقديراتهم لأداء المصرف، وتظهر أهميتها بما يلي:⁹³

1. جذب الاستثمارات: عندما يزداد الطلب على الأسهم ويزيد سعر السهم، فإن ذلك يعكس نجاح المصرف في جذب الاستثمارات من خلال تقديم عوائد مغرية أو من خلال استراتيجيات نمو مبتكرة، فالمستثمرون يبحثون عن استثمار يوفر لهم عوائد جيدة ومستدامة، وبالتالي فإن زيادة القيمة السوقية للمصرف تعتبر دليلاً على جذب الاستثمارات .

2. تحقيق العوائد للمساهمين: حيث تعكس قدرة المصرف على تحقيق عوائد ثابتة أو متزايدة للمساهمين . عندما يتمكن المصرف من تقديم عائد مرتفع ومستدام على استثمارات المساهمين من خلال توزيعات الأرباح أو زيادة سعر السهم، يزداد الطلب على السهم، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية .

ثانياً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية.

تُعد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم من المفاهيم الأساسية في التحليل المالي، إذ تساهم في تفسير التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وتحديد مدى استجابة هذه الأسعار للمتغيرات الداخلية والخارجية المحيطة بالشركات.

أ- الأداء المالي للمصرف:

الأداء المالي للمصرف يُعتبر العامل الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية للأسهم. العوائد والأرباح التي يحققها المصرف تُعتبر من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون لتحديد جدوى الاستثمار في الأسهم .⁹⁴

⁹³ Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw-Hill, P 239.

⁹⁴ Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), P 130

1. العوائد: إذا حقق المصرف عوائد مرتفعة ومستدامة، فإن ذلك يعكس كفاءة المصرف في استثمار رأس المال وتوليد الأرباح. هذا يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة في سعر السهم والقيمة السوقية .

2. الأرباح: التوسع في تحقيق الأرباح بمرور الوقت يُعتبر مؤشراً على صحة المصرف المالية. الأرباح الكبيرة والمستمرة تساعد في زيادة ثقة المستثمرين في المصرف، مما يدفعهم إلى شراء الأسهم، مما يرفع سعر السهم ويعزز القيمة السوقية .

إذا أعلن المصرف عن أرباح قوية تفوق توقعات السوق، أو عن نمو مستمر في العوائد، فإن ذلك سيدفع إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم حيث يزداد الطلب من المستثمرين الذين يتوقعون استدامة النمو في المستقبل .

ب. الأرباح الموزعة ومستوى السيولة:

الأرباح الموزعة تعتبر مؤشراً مهماً على استقرار المصرف المالي وقدرته على توليد عوائد للمستثمرين . عندما يقرر المصرف توزيع جزء من الأرباح على المساهمين، فإن ذلك يعكس قدرة المصرف على تحقيق أرباح مستقرة .⁹⁵

1. التوزيعات المنتظمة: يمكن أن تُعتبر توزيعات الأرباح المنتظمة علامة على استقرار المصرف، مما يزيد ثقة المستثمرين ويشجعهم على شراء الأسهم. عند توزيع أرباح بمعدلات ثابتة أو زيادتها بمرور الوقت، يُظهر المصرف التزامه بتعظيم العوائد للمستثمرين، ما يساهم في رفع القيمة السوقية .

2. مستوى السيولة: يُعتبر المستوى الجيد للسيولة عاملاً أساسياً يؤثر على استقرار توزيع الأرباح . إذا كان المصرف يتمتع بسيولة عالية، فإن ذلك يعني أنه قادر على دفع توزيعات أرباح منتظمة للمساهمين، ما ينعكس إيجاباً على سعر السهم والقيمة السوقية . بالمقابل، إذا كان المصرف يواجه مستوى منخفضاً من السيولة، قد يتم تقليص التوزيعات أو تأجيلها، مما يقلل من ثقة المستثمرين ويؤثر سلباً على سعر السهم.

ج- القرارات الاستثمارية والتوسعية:

القرارات الاستثمارية والتوسعية التي يتخذها المصرف تلعب دوراً مهماً في تحديد مستقبل نموه . هذه القرارات تشمل الاستثمارات في مشاريع جديدة، توسيع نطاق العمليات، أو الدخول إلى أسواق جديدة،

⁹⁵ Fabozzi, F. J. (2020). *Equity Valuation and Analysis* (4nd ed.). Wiley., P88

وتتجلى أهميتها في: ⁹⁶

1. التوسع والنمو: عندما يقوم المصرف باتخاذ قرارات توسعية ناجحة، مثل فتح فروع جديدة أو الاستثمار في تقنيات مالية مبتكرة، يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة الإيرادات وتعزيز الأرباح على المدى الطويل. هذه القرارات توسع من قاعدة العملاء، مما يعزز النمو المستقبلي ويؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للأسهم.

2. المشاريع الاستراتيجية: يتمثل تأثير القرارات الاستثمارية في القدرة على تحقيق العوائد المستقبلية التي تفوق التوقعات، مما يعزز توقعات السوق ويرتفع سعر السهم. لكن القرارات الاستراتيجية غير المدروسة قد تؤدي إلى مخاطر مالية وتؤثر سلبًا على أداء المصرف في المستقبل، مما ينعكس على القيمة السوقية.

ثالثًا: النماذج الأساسية لتقييم الأسهم

تعد النماذج الأساسية لتقييم الأسهم أدوات مهمة للمستثمرين والمحللين الماليين لتحديد القيمة العادلة للسهم، وهي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أساس علمي، ترتبط هذه النماذج ارتباطًا وثيقًا بسياسات توزيع الأرباح، حيث تعتمد معظمها على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية أو الأرباح الموزعة.

أ- نموذج جوردون للنمو

يُعرف أيضًا باسم نموذج خصم الأرباح المستمر، يفترض النموذج أن الأرباح الموزعة ستتمو بمعدل ثابت إلى ما لا نهاية، ويُستخدم لتقدير القيمة الجوهرية للسهم بناءً على توزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة. ⁹⁷

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

حيث:

• P_0 = القيمة الحالية للسهم

⁹⁶ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, P30.

⁹⁷ Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw-Hill, P 240.

• D_1 = الأرباح الموزعة المتوقعة للسنة القادمة

• k_e = معدل العائد المطلوب على السهم

• g = معدل نمو الأرباح السنوي المتوقع

يساعد النموذج المصارف على تقدير سعر السهم العادل وفقاً للأرباح الموزعة، يستخدم المستثمرون هذا النموذج لتقييم جاذبية الأسهم المصرفية على أساس توقعات الأرباح المستدامة، حيث يتميز بالبساطة وسهولة التطبيق كما يعكس العلاقة المباشرة بين توزيعات الأرباح والسياسات المالية والقيمة السوقية، ولكنه يفترض معدل نمو ثابت، وهو غير واقعي دائماً في البيئة المصرفية المتقلبة، كما لا يأخذ في الاعتبار تغيرات السيولة أو المخاطر التشغيلية للمصرف.

ب- نموذج خصم الأرباح

يقوم على تحديد القيمة الحالية لكل الأرباح الموزعة المستقبلية المتوقعة، بغض النظر عن معدل النمو الثابت، ويمكن استخدام النموذج في الحالات التي تكون فيها الأرباح الموزعة غير مستقرة أو تختلف من سنة لأخرى⁹⁸

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

حيث:

• D_t = الأرباح الموزعة في السنة t

• k_e = معدل العائد المطلوب على السهم

• t = الفترة الزمنية

⁹⁸ Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), P 132.

يُستخدم لتقييم الأسهم المصرفية التي تتسم بتقلبات دورية في الأرباح الموزعة، ويمكن تعديل النموذج ليأخذ في الاعتبار الفترات الانتقالية للنمو أو توزيعات الأرباح غير المنتظمة، حيث يتميز بأنه أكثر مرونة مقارنة بنموذج جوردون، ويعتبر مناسب للمصارف التي لديها سياسات توزيع أرباح متغيرة .

ورغم ذلك فاستخدامه يتطلب تقدير دقيق لكل توزيعات الأرباح المستقبلية، مما قد يكون صعباً في ظل عدم استقرار السوق، كما يعتبر حساس للتغيرات في معدل العائد المطلوب (k_e) ، مما قد يؤدي إلى تقلبات كبيرة في القيمة المقدرة .

الجدول (1-2) مقارنة النماذج الأساسية لتقييم الأسهم

المعيار	نموذج جوردون	نموذج خصم الأرباح
فرضية النمو	ثابت	متغير أو غير ثابت
بساطة الحساب	عالي	متوسط - معقد
ملاءمة	الشركات ذات أرباح موزعة مستقرة	الشركات ذات توزيعات متغيرة
دقة التقدير	أقل في البيئات المتقلبة	أعلى إذا كانت توزيعات الأرباح دقيقة

Depending on: Penman, S. H. (2023). Financial Statement Analysis and Security Valuation (7th ed.). McGraw-Hill, P 240.

توفر النماذج الأساسية إطاراً نظرياً لفهم العلاقة بين الأرباح الموزعة وسياسات التوزيع والقيمة السوقية للأسهم، نموذج جوردون مناسب لتقدير القيمة في المصارف ذات توزيعات مستقرة، بينما نموذج خصم الأرباح مناسب للمصارف ذات توزيعات متغيرة .

استخدام هذه النماذج يساعد في تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم بشكل علمي وموضوعي، مما يربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي لدراسة المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية

أ- نسبة توزيع الأرباح :

نسبة توزيع الأرباح هي النسبة التي تُظهر جزء الأرباح الصافية الذي يُوزع على المساهمين من إجمالي الأرباح التي تحققها الشركة أو المصرف.⁹⁹

$$\text{نسبة توزيع الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{الأرباح الصافية}} \times 100$$

تأثير هذه النسبة على جذب المستثمرين يعتمد بشكل أساسي على توقعاتهم للعوائد المستقبلية، وأيضاً على رغبتهم في الحصول على دخل دوري مستمر.¹⁰⁰

إذا كانت النسبة مرتفعة: يعكس ذلك اهتمام المصرف بتوزيع جزء كبير من الأرباح على المساهمين، مما يساهم في جذب المستثمرين الذين يبحثون عن دخل ثابت ومستدام، قد يؤدي إلى تقليل الاحتياطات التي يحتاجها المصرف لتمويل مشروعاته المستقبلية أو لزيادة استثماراته، وقد يسبب أيضاً تقليل التوسع في حال كانت الأرباح الموزعة على حساب الاحتفاظ بالنقد لتمويل النمو المستقبلي .

إذا كانت النسبة منخفضة: يشير ذلك إلى أن المصرف يحتفظ بجزء كبير من الأرباح لإعادة استثمارها في التوسع والنمو، مما قد يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم على المدى الطويل، ويمكن أن ينخفض جذب المستثمرين الذين يعتمدون على الأرباح الموزعة بشكل دوري .

⁹⁹ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, P35.

¹⁰⁰ Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw-Hill, P 242.

التوازن بين التوزيع والاحتفاظ بالأرباح يعد أمرًا بالغ الأهمية، فإذا خفض المصرف التوزيعات بشكل كبير لصالح الاحتفاظ بالأرباح من أجل التوسع الاستثماري، قد يؤدي ذلك إلى زيادة القيمة السوقية في المستقبل، ولكن قد يؤثر سلبًا على رغبة المستثمرين في الحصول على دخل فوري، بينما إذا رفع المصرف التوزيعات بشكل مفرط، قد يفقد القدرة على تمويل فرص النمو المستقبلية، مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية في المستقبل.

نسبة توزيع الأرباح لها تأثير كبير على القيمة السوقية للأسهم. في معظم الأحيان، تكون العلاقة بينهما غير مباشرة وقد تتأثر بعوامل أخرى، ولكن في حالات معينة يمكن ملاحظة الاتجاهات التالية:¹⁰¹

1. علاقة إيجابية: عندما تكون نسبة التوزيع مرتفعة، يمكن أن تشير إلى استقرار وقدرة المصرف على تحقيق عوائد مستدامة للمستثمرين، مما يعزز الثقة في السهم ويزيد من طلب المستثمرين عليه، هذه العلاقة تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للأسهم إذا تم تفسير التوزيع على أنه إشارة إيجابية للمستثمرين .

2. علاقة سلبية: من ناحية أخرى، إذا كان المصرف يوزع معظم أرباحه دون أن يترك جزءًا كافيًا للاستثمار والنمو، قد يقلل ذلك من فرص النمو المستقبلي، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم، قد يعكس ذلك ضعف قدرة المصرف على التوسع أو تحقيق أرباح أكبر في المستقبل .

3. التوازن الأمثل: في العديد من الحالات، يكون المصرف قادرًا على الحفاظ على نسبة توزيع أرباح متوازنة تتيح له الاحتفاظ بجزء من الأرباح للنمو بينما يواصل توزيع أرباح ثابتة للمساهمين، هذا التوازن يُظهر قدرة المصرف على تحقيق استقرار مالي مع الحفاظ على فرص النمو المستقبلية، مما يساهم في زيادة الثقة في السهم، وبالتالي زيادة القيمة السوقية .

¹⁰¹ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, P38.

على سبيل المثال، إذا قرر مصرف توزيع (50%) من أرباحه السنوية على المساهمين، مع الاحتفاظ بـ 50% لتوسيع نطاق عملياته أو لتسديد ديونه، فإن هذا يُظهر استقرارًا ماليًا وقدرة على تحقيق توازن بين الحوافز قصيرة المدى وطويلة المدى، ما قد يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة في القيمة السوقية .

ب- عائد التوزيعات

عائد التوزيعات هو النسبة التي تمثل العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون مقابل سعر السهم السوقية، ويُعد مؤشرًا مهمًا على مدى فعالية المصرف في تحقيق عوائد للمساهمين.¹⁰²

$$\text{عائد التوزيعات (\%)} = \frac{\text{الأرباح الموزعة لكل سهم}}{\text{سعر السهم السوقية}} \times 100$$

يوضح عائد التوزيعات قيمة الأرباح التي يحصل عليها المساهم بالنسبة للاستثمار الذي قام به، كلما ارتفع العائد، زادت جاذبية السهم للمستثمرين الباحثين عن دخل دوري مستقر، كما يُعتبر مؤشرًا على كفاءة المصرف في استخدام الأرباح لتحقيق عوائد ملموسة للمساهمين .

تأثير عائد التوزيعات على الطلب على الأسهم والقيمة السوقية:¹⁰³

* ارتفاع عائد التوزيعات يزيد من جاذبية السهم، خاصة للمستثمرين الذين يبحثون عن دخل منتظم، ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم، على العكس، إذا كان العائد منخفضًا نسبيًا مقارنة بالشركات المنافسة، قد يؤدي ذلك إلى انخفاض الاهتمام بالسهم وتراجع الطلب .

* زيادة الطلب على الأسهم نتيجة ارتفاع عائد التوزيعات يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم في السوق .

¹⁰² Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), P 135.

¹⁰³ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2020). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), P6.

بما أن القيمة السوقية للأسهم = سعر السهم × عدد الأسهم المصدرة، فإن ارتفاع سعر السهم نتيجة زيادة الطلب يؤدي مباشرة إلى زيادة القيمة السوقية للمصرف، بالتالي، عائد التوزيعات المرتفع والمستدام يُعتبر أداة لتحفيز الثقة في السهم ورفع قيمته السوقية .

على سبيل المثال، مصرف يعلن عن زيادة الأرباح الموزعة لكل سهم من 5 ليرات إلى 8 ليرات مع بقاء سعر السهم ثابتاً، فإن عائد التوزيعات يرتفع من 5% إلى 8%، مما يجعل السهم أكثر جذباً للمستثمرين الباحثين عن دخل ثابت، هذا الارتفاع في الجاذبية يزيد الطلب على الأسهم، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم وزيادة القيمة السوقية للمصرف.

ج- استقرار سياسة توزيع الأرباح:

استقرار سياسة توزيع الأرباح يعني أن المصرف يحافظ على معدل ثابت أو متزايد للأرباح الموزعة على المساهمين على مدى الزمن، بغض النظر عن التغيرات الطفيفة في الأرباح السنوية، هذا الاستقرار يعزز ثقة المستثمرين ويجعلهم أكثر قدرة على التخطيط المالي والاستثمار طويل الأجل، لأنه يقلل من المخاطر المرتبطة بتقلبات الأرباح .¹⁰⁴

آثار استقرار التوزيع على ثقة المستثمرين:¹⁰⁵

1. زيادة الجاذبية للسهم: المستثمرون يفضلون الأسهم ذات توزيعات مستقرة لأنها توفر دخلاً دورياً موثوقاً .
2. تقليل تقلبات السوق: استقرار التوزيعات يقلل من ردود فعل السوق المفاجئة عند تغيير الأرباح السنوية، مما يساهم في استقرار سعر السهم .

¹⁰⁴ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, P40.

¹⁰⁵ Fabozzi, F. J. (2020). *Equity Valuation and Analysis* (4nd ed.). Wiley., P 90.

3. تعزيز ولاء المستثمرين: المساهمون يشعرون بالأمان المالي ويستثمرون في الاستثمار لفترة أطول، ما يدعم استدامة طلب الأسهم .

ارتباط استقرار السياسة بالقيمة السوقية والشفافية المالية¹⁰⁶

* القيمة السوقية للأسهم تتأثر بشكل مباشر باستقرار سياسة توزيع الأرباح، فالتوزيعات المستقرة تعتبر إشارة إلى أن المصرف قادر على تحقيق أرباح مستمرة وإدارة السيولة بكفاءة، هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم، وبالتالي رفع القيمة السوقية للمصرف .

* الشفافية المالية: استقرار التوزيع يعكس وضوح السياسات المالية وشفافية الإدارة في التعامل مع الأرباح، فالمستثمرون يميلون إلى الاستثمار في المصارف التي تظهر التزامًا بسياسات واضحة ومعلنة، ما يعزز ثقة السوق ويقلل من المخاطر، والشركات التي تغير توزيعات الأرباح بشكل مفاجئ أو غير مبرر قد تُفقد المستثمرين الثقة، مما يؤدي إلى تقلبات حادة في سعر السهم .

خامساً: علاقة سياسة احتجاز الأرباح بالقيمة السوقية

الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح الصافية التي لا تُوزع على المساهمين ويتم الاحتفاظ بها داخل المصرف لتمويل عمليات الاستثمار والتوسع المستقبلي، وتُعد الأرباح المحتجزة مصدرًا داخليًا للتمويل يقلل الاعتماد على الاقتراض الخارجي أو إصدار الأسهم الجديدة، مما يساعد على تحقيق النمو المستدام .

تتبع أهمية الأرباح المحتجزة في النمو من خلال:¹⁰⁷

1. تمويل مشاريع التوسع: استخدام الأرباح المحتجزة للاستثمار في فروع جديدة، منتجات وخدمات مصرفية مبتكرة، أو تحديث البنية التحتية .

¹⁰⁶ Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw-Hill, P 245.

¹⁰⁷ Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), P 138.

2. تعزيز القدرة التنافسية: الاحتفاظ بالأرباح يتيح للمصرف زيادة رأس المال العامل وتحسين الخدمات، ما يعزز موقعه في السوق .

3. الاستقرار المالي طويل الأمد: يقلل الاعتماد على التمويل الخارجي وبتيح مرونة أكبر في إدارة الأزمات المالية أو التغيرات الاقتصادية .

كيف يؤثر الاحتفاظ بالأرباح على استراتيجية المصرف المستقبلية والقيمة السوقية للأسهم¹⁰⁸

* الاستراتيجية المستقبلية للمصرف: الأرباح المحتجزة تُستخدم لتعزيز الاستثمارات الرأسمالية ودعم خطط التوسع، تمكن الإدارة من اتخاذ قرارات تمويلية مرنة دون الاعتماد المفرط على الاقتراض، ما يحسن الكفاءة المالية ويقلل المخاطر .

* تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للأسهم: زيادة الاحتفاظ بالأرباح قد تؤدي إلى زيادة النمو المستقبلي للمصرف، ما يرفع توقعات المستثمرين بشأن الأرباح المستقبلية وبالتالي يزيد الطلب على الأسهم والقيمة السوقية، مع ذلك، إذا كان الاحتفاظ بالأرباح على حساب توزيعات الأرباح الحالية بشكل مفرط، قد يشعر بعض المستثمرين الباحثين عن دخل نقدي دوري بخيبة أمل، مما قد يؤدي إلى ضغط على الطلب على الأسهم على المدى القصير .

سادساً: علاقة حجم المصرف بالقيمة السوقية

تشير الأدبيات الحديثة إلى أن حجم المصرف يُعد المحرك الأكثر أهمية للقيمة السوقية، متجاوزاً في تأثيره مؤشرات الربحية التقليدية. فالبنوك الأكبر حجماً تحقق وفورات حجم تمكنها من توزيع التكاليف الثابتة على

¹⁰⁸ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2020). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), P7.

قاعدة أوسع من العمليات، مما يعزز كفاءتها التشغيلية وهوامش ربحيتها. كما أن الحجم الكبير يرسل إشارة إيجابية للسوق حول قوة البنك واستقراره، مما يعزز ثقة المستثمرين ويترجم إلى تقييمات سوقية أعلى.¹⁰⁹

وتؤكد دراسات حديثة على أن البنوك ذات القواعد الرأسمالية الأوسع والإدارة الأقوى للمخاطر تلهم ثقة أكبر لدى المودعين والمستثمرين، وهو ما ينعكس بشكل إيجابي على قيمتها السوقية.¹¹⁰

وتُظهر الأبحاث أيضاً أن العلاقة بين حجم البنك والقيمة السوقية قد تكون غير خطية، حيث يكون تأثير الحجم أكثر وضوحاً في البنوك ذات الحجم المتوسط، بينما قد تضعف الفوائد في البنوك الكبيرة جداً بسبب التعقيدات الإدارية والرقابية.¹¹¹

وقد توصلت دراسة حديثة في السوق المصرفي الأردني إلى وجود أثر إيجابي لحجم البنك على القيمة السوقية، حيث أظهرت النتائج أن البنوك ذات الأصول الأكبر تحقق تقييمات سوقية أعلى، مما يعكس تفضيل المستثمرين للبنوك الأكبر حجماً والأكثر استقراراً.¹¹²

¹⁰⁹ Mouna, Y., Benlaria, A., Benzidi, A., Mediani, M., & Bennaceur, M. Y. (2025). The Impact of Capital Adequacy on Bank Market Value: Evidence from Islamic and Conventional Banks in Saudi Arabia. *Lex Localis*, 23(3), 1-22

¹¹⁰ Abbas, A. A., & Hassouni, A. A. K. (2024). Exploring the nexus between banking stability and market value: Evidence from the Iraqi banking sector. *Economics, Management and Sustainability*, 9(1), 21-42

¹¹¹ Apriyani, S., Djazuli, A., & Kalsum, U. (2025). Apakah Likuiditas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Mempengaruhi Nilai Perusahaan? Bukti Empiris pada Sektor Perbankan di BEI. *Jurnal Aplikasi Manajemen Dan Bisnis*, 6(1), 67-81

¹¹² Tawfiq, M. A., Al-Othman, L. N., Al-Momani, S. M., & Al-Nawaiseh, M. A. (2024). The moderating role of bank size on the relationship between board characteristics and market value: Evidence from Jordanian banks. *International Journal of Business and Management*, 19(3), 45-62

كما أظهرت دراسة أخرى في الأسواق الناشئة أن تأثير حجم البنك على القيمة السوقية يختلف باختلاف الظروف الاقتصادية؛ حيث يكون التأثير أكثر قوة في فترات الاستقرار الاقتصادي، بينما يضعف في فترات الأزمات المالية حيث يتجه المستثمرون نحو تقييم عوامل أخرى مثل السيولة والملاءة المالية.¹¹³

ويمكن صياغة العلاقة النظرية بين حجم المصرف والقيمة السوقية على النحو التالي:

- العلاقة الطردية (الإيجابية): تفترض معظم النظريات الكلاسيكية والحديثة وجود علاقة طردية بين حجم المصرف وقيمه السوقية، وذلك استناداً إلى وفورات الحجم، وقوة السوق، والإشارات الإيجابية التي يرسلها الحجم الكبير للمستثمرين، وقدرة المصارف الكبيرة على تنويع المخاطر وتحقيق استقرار مالي أكبر. وتشير هذه النظريات إلى أن زيادة حجم المصرف تؤدي إلى تحسين كفاءته التشغيلية، وتعزيز مركزه التنافسي، وزيادة ثقة المستثمرين، مما ينعكس إيجاباً على تقييم السوق لأسهمه.¹¹⁴
- العلاقة العكسية (السلبية): في المقابل، ترى بعض النظريات الحديثة أن العلاقة بين حجم المصرف والقيمة السوقية قد تصبح عكسية بعد تجاوز حجم معين، وذلك نتيجة لظهور التعقيدات الإدارية، والبيروقراطية، وصعوبة مراقبة الإدارة، وارتفاع التكاليف التنظيمية والرقابية التي تتحملها المصارف الكبيرة. وتشير هذه النظريات إلى أن هناك حداً أعلى لفوائد الحجم، حيث تتحول مزايا الحجم الكبير إلى أعباء إضافية تقلل من كفاءة المصرف وربحيته، وبالتالي تنعكس سلباً على قيمته السوقية.¹¹⁵
- العلاقة غير الخطية (على شكل حرف U مقلوب): تجمع النظريات الأكثر حداثة بين الاتجاهين السابقين، وتفترض أن العلاقة بين حجم المصرف والقيمة السوقية تأخذ شكلاً تربيعياً (على شكل حرف U مقلوب). ففي البدايات، يؤدي نمو حجم المصرف إلى تحسين كفاءته وزيادة قوته السوقية، مما يعزز قيمته السوقية

¹¹³ Nguyen, T. H., & Vo, X. V. (2024). Bank size, economic conditions, and market value: Evidence from emerging markets. *Journal of Economics and Finance*, 48(2), 310-328

¹¹⁴ Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2019). The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis. *The Manchester School*, 72(3), 363-381

¹¹⁵ Stiroh, K. J. (2016). A portfolio view of banking with interest rate risk. *Journal of Financial Services Research*, 26(2), 107-133

(وفورات الحجم). ولكن بعد نقطة معينة، يؤدي استمرار النمو إلى تراجع القيمة السوقية بسبب التعقيدات الإدارية، والتكاليف التنظيمية المتزايدة، ومحدودية فرص النمو السريع (عدم وفورات الحجم). وهذا يعني وجود حجم أمثل للمصرف يعظم قيمته السوقية، وأن أي انحراف عن هذا الحجم الأمثل - سواء بالزيادة أو النقصان - سيؤدي إلى تراجع القيمة السوقية.¹¹⁶

سابعاً: علاقة الرافعة المالية بالقيمة السوقية

تشير النماذج الحديثة إلى أن تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية أصبح أكثر تعقيداً مما كان يُفترض سابقاً، مع ظهور مفهوم فجوة بين القيم الدفترية والسوقية. فقد أظهر نموذج Q-theory للبنوك أن الرافعة المالية السوقية تتقلب بشكل كبير وتتنبأ بالربحية المستقبلية ومخاطر التخلف عن السداد، بينما تظل الرافعة الدفترية مستقلة نسبياً، مما يخلق فجوة بين التقييم المحاسبي والتقييم السوقي للبنوك.¹¹⁷

أما على المستوى التطبيقي، فقد وجدت دراسات حديثة في أسواق مثل الأردن أن الرافعة المالية ترتبط سلباً بأداء البنوك وتقييمها السوقي، حيث يمثل ارتفاع المديونية مخاطر مالية إضافية في نظر المستثمرين.¹¹⁸

كما توصلت أبحاث أخرى في الأسواق الناشئة إلى أن الرافعة المالية تعتبر من المحددات الرئيسية لتقلبات القيمة السوقية، وأن تأثيرها يعتمد على مستوى المخاطر المالية المدركة لدى المستثمرين.¹¹⁹

¹¹⁶ Altunbas, Y., & Marqués, D. (2018). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222

¹¹⁷ Begenau, J., Bigio, S., Majerovitz, J., & Veyra, M. (2024). A Q-Theory of Banks. *Working Paper*, National Bureau of Economic Research

¹¹⁸ Tawfiq, M. A., Al-Othman, L. N., Al-Momani, S. M., & Al-Nawaiseh, M. A. (2024). The moderating role of bank size on the relationship between board characteristics and market value: Evidence from Jordanian banks. *International Journal of Business and Management*, 19(3), 45-62

¹¹⁹ Apriyani, S., Djazuli, A., & Kalsum, U. (2025). Apakah Likuiditas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Mempengaruhi Nilai Perusahaan? Bukti Empiris pada Sektor Perbankan di BEI. *Jurnal Aplikasi Manajemen Dan Bisnis*, 6(1), 67-81

وتشير دراسة حديثة أُجريت على البنوك المدرجة في بورصة فرانكفورت إلى أن الرافعة المالية تؤثر سلباً ومعنوياً على القيمة السوقية، خاصة في البنوك ذات مستويات المخاطر المرتفعة. كما أظهرت الدراسة أن هذا التأثير يضعف في البنوك ذات الحجم الكبير، مما يشير إلى أن الحجم الكبير قد يخفف من الآثار السلبية للرافعة المالية العالية.¹²⁰

وعلى صعيد الدراسات في المنطقة العربية، وجدت دراسة أُجريت على البنوك المدرجة في مؤشر بورصة فلسطين أن الرافعة المالية كان لها تأثير سلبي على القيمة السوقية، مما يعكس تفضيل المستثمرين للبنوك الأقل مديونية والأكثر استقراراً مالياً.¹²¹

يمكن صياغة العلاقة النظرية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية على النحو التالي:

- العلاقة غير الخطية (على شكل حرف U مقلوب) - وهي العلاقة الأكثر توافقاً مع الأدبيات الحديثة: تفترض النظريات الحديثة أن العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية تأخذ شكلاً تربيعياً (على شكل حرف U مقلوب). ففي البدايات، يؤدي استخدام الديون إلى تحسين القيمة السوقية من خلال الدرع الضريبي وتضخيم العائد على حقوق الملكية، ولكن بعد نقطة معينة (المستوى الأمثل للاقتراض، والذي تقدره بعض الدراسات بحوالي 58-61% من إجمالي الأصول)، يؤدي استمرار زيادة الديون إلى تراجع

¹²⁰ Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Raza, S. (2024). The impact of financial leverage on bank market value: The moderating role of bank size. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 78

¹²¹ Abu Eid, A., Al-Ramahi, N., Al-Tamimi, H., & Al-Ali, M. (2024). The effect of financial leverage on market value of banks listed on the Palestine Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 31(1), 112-130.

القيمة السوقية بسبب ارتفاع مخاطر الضائقة المالية، وتكاليف الوكالة، وفقدان المرونة المالية¹²²، وتؤكد نظرية Q-theory أن هذا التراجع يكون أكثر حدة خلال فترات الأزمات، حيث تتسع الفجوة بين القيم الدفترية والسوقية للأسهم.¹²³

ثامناً: علاقة العائد على الأصول بالقيمة السوقية

تُظهر أحدث الدراسات أن تأثير العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية قد يكون محدوداً أو غير معنوي في بعض السياقات، خاصة عندما يفضل المستثمرون مؤشرات أخرى مثل الاستقرار المالي وحجم المؤسسة على الأرباح قصيرة الأجل. فقد وجدت دراسة حديثة على البنوك السعودية أن مؤشرات الربحية التقليدية (بما فيها ROA) لم تظهر تأثيراً معنوياً على القيمة السوقية، في حين كان حجم البنك هو المحرك الأكثر أهمية.¹²⁴

كما تؤكد الدراسات أن البنوك التي تتمتع بممارسات قوية في إدارة المخاطر والرقابة الفعالة تحقق أرباحاً مستقرة، مما ينعكس إيجاباً على قيمتها السوقية.¹²⁵

ومن جهة أخرى، أظهرت دراسة أُجريت على البنوك المدرجة في بورصة طهران أن العائد على الأصول كان له تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية، خاصة في البنوك التي تتمتع بمستويات عالية من الشفافية

¹²² Saona Hoffmann, P., Renzi, A., Vagnani, G., & Taragoni, P. (2025). Environmental impact-adjusted firm value and debt: A multi-country analysis. *European Financial Management Association 2025 Annual Meeting*, Athens, Greece, pp. 1-34

¹²³ Begenau, J., Bigio, S., Majerovitz, J., & Vieyra, M. (2026). A Q-theory of banks. *The Review of Economic Studies*, 93(1), 106-143

¹²⁴ Mouna, Y., Benlaria, A., Benzidi, A., Mediani, M., & Bennaceur, M. Y. (2025). The Impact of Capital Adequacy on Bank Market Value: Evidence from Islamic and Conventional Banks in Saudi Arabia. *Lex Localis*, 23(3), 1-22

¹²⁵ Abbas, A. A., & Hassouni, A. A. K. (2024). Exploring the nexus between banking stability and market value: Evidence from the Iraqi banking sector. *Economics, Management and Sustainability*, 9(1), 21-42

والإفصاح المالي. حيث يساعد الإفصاح المالي الجيد المستثمرين على التمييز بين الأرباح التشغيلية المستدامة والأرباح غير التشغيلية، مما يعزز الثقة في البنك ويرفع تقييمه السوقي.¹²⁶

كما أظهرت دراسة حديثة أجريت في السوق المصرفي الأردني أن العائد على الأصول كان له تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للبنوك، ولكن هذا التأثير كان ضعيفاً نسبياً مقارنة بتأثير حجم البنك، مما يشير إلى أن المستثمرين الأردنيين يولون اهتماماً أكبر للخصائص الهيكلية للبنوك مثل الحجم والاستقرار المالي على حساب الربحية قصيرة الأجل.¹²⁷

ويمكن صياغة العلاقة النظرية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية على النحو التالي:

• العلاقة الطردية المشروطة بجودة الأرباح:

تشير النظريات الحديثة إلى وجود علاقة طردية بين ROA والقيمة السوقية، ولكن هذا التأثير مشروط بجودة الأرباح ومدى استدامتها. فالبنوك التي تحقق أرباحاً تشغيلية مستدامة، وتتمتع بممارسات قوية في إدارة المخاطر والرقابة الفعالة، تلهم ثقة أكبر لدى المستثمرين مما يترجم إلى تقييمات سوقية أعلى.¹²⁸ وتؤكد نظرية الإشارة أن الأرباح المرتفعة تعزز ثقة المستثمرين وتزيد الطلب على الأسهم، خاصة عندما تكون هذه الأرباح مصحوبة بسياسات توزيع أرباح واضحة ومعلنة.¹²⁹

¹²⁶ Ahmadi, A., & Nouri, M. (2025). The impact of earnings quality on the relationship between profitability and market value in Iranian banks. *Journal of Banking and Financial Economics*, 12(1), 45-67

¹²⁷ Tawfiq, M. A., Al-Othman, L. N., Al-Momani, S. M., & Al-Nawaiseh, M. A. (2024). The moderating role of bank size on the relationship between board characteristics and market value: Evidence from Jordanian banks. *International Journal of Business and Management*, 19(3), 45-62

¹²⁸ Abbas, A. A., & Hassouni, A. A. K. (2024). Exploring the nexus between banking stability and market value: Evidence from the Iraqi banking sector. *Economics, Management and Sustainability*, 9(1), 21-42

¹²⁹ Erella, M., & Maiyaliza, M. (2026). The Effect of Profitability on Stock Prices with Dividend Policy as an Intervening Variable in Banking Subsector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022-2024 Period. *Journal Research of Social Science, Economics, and Management*

• العلاقة المحدودة أو غير المعنوية:

في المقابل، تشير أدلة تجريبية حديثة إلى أن تأثير ROA على القيمة السوقية قد يكون محدوداً أو غير معنوي في بعض السياقات. فقد أظهرت دراسة (2025) على البنوك الإندونيسية أن ROA له تأثير ضئيل وغير متسق على أسعار الأسهم، حيث لا يعتبر المستثمرون هذا المؤشر عاملاً رئيسياً في قراراتهم الاستثمارية، مفضلين مؤشرات أخرى مثل العائد على حقوق الملكية أو الاستقرار المالي.¹³⁰

• العلاقة غير المباشرة (دور الوساطة):

تشير الأدبيات الحديثة إلى أن ROA قد يؤثر على القيمة السوقية بشكل غير مباشر من خلال قنوات أخرى، خاصة سياسة توزيع الأرباح. فقد أظهرت دراسة (2026) أن الربحية تؤثر بشكل معنوي على سياسة توزيع الأرباح، وهذه السياسة بدورها تؤثر على أسعار الأسهم، مما يجعل سياسة التوزيع متغيراً وسيطاً ينقل تأثير الربحية إلى القيمة السوقية.¹³¹

• دور جودة الأرباح والشفافية:

تؤكد الدراسات الحديثة أن تأثير ROA على القيمة السوقية يعتمد بشكل كبير على جودة الأرباح وشفافية الإفصاح المالي. فقد أظهرت دراسة (2024) على القطاع المصرفي الأردني أن جودة الأرباح تلعب دوراً حاسماً في تعزيز ثقة المستثمرين، وأن تأثير الربحية يكون أقوى في البنوك التي تتمتع بمستويات عالية من الشفافية والإفصاح المالي.¹³²

¹³⁰ Yermias, M., Wakidin, F. I. S., & Panelewen, S. S. (2026). The Effect of Financial Performance on Stock Prices of Companies Listed in the G11 Index (Indonesia Stock Exchange 2024-2025). *Journal Research of Social Science, Economics, and Management*, 5

¹³¹ Erella, M., & Maiyaliza, M. (2026). The Effect of Profitability on Stock Prices with Dividend Policy as an Intervening Variable in Banking Subsector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022-2024 Period. *Journal Research of Social Science, Economics, and Management

¹³² The Effect of Fair Value Accounting on Earnings Quality: A . (2024) Comparative Study among Banking and Real Estate Sectors in Jordan. *Global Business & Management Research*, 16, 343-363

الفصل السادس الدراسة التحليلية

المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى عرض الإطار المنهجي والتحليلي الذي اعتمدت عليه الدراسة في اختبار فرضياتها المتعلقة بأثر المحددات المالية الداخلية على القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويأتي هذا الفصل استكمالاً لما تم تناوله في الفصول السابقة.

وفي هذا السياق، يركز الفصل الحالي على الجانب التطبيقي من خلال توضيح الأسس العلمية التي تم الاعتماد عليها في تحليل البيانات واختبار العلاقات بين متغيرات الدراسة. إذ يتضمن عرضاً مفصلاً لمصادر البيانات المستخدمة، وطبيعة العينة المختارة، إضافة إلى تعريف المتغيرات التابعة والمستقلة والضابطة وطرق قياسها. كما يتناول الفصل بناء النموذج القياسي المستخدم في الدراسة، مع توضيح مبررات اختياره، إلى جانب عرض أهم الأساليب الإحصائية والقياسية التي تم توظيفها في تحليل البيانات، بما في ذلك الإحصاء الوصفي، ومصفوفة الارتباط، ونماذج البيانات اللوحية. ويهدف ذلك إلى ضمان دقة النتائج وموثوقيتها، بما يسهم في الوصول إلى استنتاجات علمية تدعم أهداف الدراسة.

أولاً: منهجية الدراسة الميدانية

أ- مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتي تمثل القطاع المصرفي المنظم والخاضع للإفصاح المالي المنتظم، مما يوفر بيانات موثوقة وقابلة للتحليل.

أما عينة الدراسة، فقد تم اختيارها بطريقة الحصر الشامل، حيث شملت كافة المصارف المدرجة خلال فترة الدراسة، والبالغ عددها أربعة مصارف، وهي:

(1) مصرف الائتمان الأهلي (ATB)

(2) مصرف بيمو السعودي الفرنسي (BBSF)

(3) المصرف الدولي للتجارة والتمويل (IBTF)

(4) مصرف سورية والمهجر (BSO)

وقد تم اختيار هذه المصارف نظراً إلى كونها تمثل مختلف أنماط الأداء والسياسات المالية ضمن القطاع المصرفي السوري.

أما فترة الدراسة، فقد امتدت من عام 2015 إلى عام 2024، وهي فترة زمنية كافية لرصد التغيرات في المحددات المالية الداخلية وانعكاساتها على القيمة السوقية للأسهم، خاصة في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة التي شهدتها البيئة السورية.

وبناءً على ذلك، تم استخدام بيانات لوحية (Panel Data) متوازنة، حيث تجمع هذه البيانات بين البعدين الزمني (Time Series) والمقطعي (Cross Section)، مما يتيح تحليل التباينات بين المصارف عبر الزمن، ويعزز من دقة النتائج الإحصائية وقوة التفسير القياسي.

ب- مصادر جمع البيانات

اعتمدت هذه الدراسة على البيانات الثانوية كمصدر رئيسي للتحليل، وذلك لما تتميز به من دقة وموثوقية، خاصة عند صدورها عن جهات رسمية معتمدة. وقد تم جمع البيانات اللازمة للدراسة من عدة مصادر، تمثلت فيما يلي:

- 1) موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الذي وقّر التقارير المالية السنوية للمصارف محل الدراسة، والتي تتضمن القوائم المالية الأساسية (قائمة الدخل، الميزانية العمومية، قائمة التدفقات النقدية)، إضافة إلى الإيضاحات المرفقة، حيث تم الاعتماد عليها في استخراج المتغيرات المالية بدقة .
- 2) موقع سوق دمشق للأوراق المالية، والذي وقّر البيانات المتعلقة بأسعار إغلاق الأسهم وعدد الأسهم المصدرة، مما أتاح احتساب القيمة السوقية للمصارف خلال فترة الدراسة .
- 3) موقع مصرف سورية المركزي الذي وقّر النشرات والتقارير الرسمية التي ساهمت في دعم البيانات وتأكيد دقتها، خاصة فيما يتعلق بالتغيرات التنظيمية والسياسات المالية .

وقد تم التأكد من اتساق البيانات ومقارنتها بين أكثر من مصدر لضمان سلامتها، كما تم إجراء المعالجات اللازمة عليها، مثل توحيد الوحدات النقدية والفصل بين الأرباح المحققة وغير المحققة، بما يعزز من جودة البيانات المستخدمة في التحليل القياسي.

وبناءً على ما سبق، يمكن التأكيد أن البيانات المستخدمة في هذه الدراسة تُعد بيانات ثانوية موثوقة، تم جمعها من مصادر رسمية معتمدة، مما يضفي على نتائج الدراسة درجة عالية من المصداقية العلمية.

ج- متغيرات الدراسة

تستند هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المحددات المالية الداخلية والقيمة السوقية لأسهم المصارف، وذلك من خلال تحديد مجموعة من المتغيرات التي تم تصنيفها إلى متغير تابع، ومتغيرات مستقلة، بهدف بناء نموذج قياسي متكامل يفسر هذه العلاقة.

1. المتغير التابع (القيمة السوقية MV أو InMV): تُعد القيمة السوقية المتغير التابع في هذه الدراسة، حيث

تعكس تقييم السوق لأسهم المصارف، وتم احتسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{سعر إغلاق السهم} \times \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

وقد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية (lnMV) في التحليل القياسي، وذلك بهدف تقليل التباين بين القيم الكبيرة والصغيرة، وتحسين خصائص التوزيع الإحصائي للمتغير، مما يسهم في تعزيز دقة نتائج النموذج القياسي.

2. المتغيرات المستقلة: تم اختيار المتغيرات المستقلة بما يتوافق مع فرضيات الدراسة، بحيث تعكس مختلف أبعاد سياسة توزيع الأرباح، وذلك على النحو التالي:

(1) نسبة توزيع الأرباح النقدية: تمثل نسبة توزيع الأرباح أحد المؤشرات الأساسية لسياسة التوزيع، إلا أنه وبالرجوع إلى البيانات الفعلية للمصارف محل الدراسة، تبين أن هذه النسبة تساوي صفرًا خلال كامل فترة الدراسة، نتيجة عدم قيام المصارف بتوزيع أرباح نقدية.

وبناءً عليه، تم تضمين هذا المتغير في الإطار النظري للدراسة دون إدخاله فعلياً في النموذج القياسي، نظراً لعدم توفر تباين إحصائي فيه.

(2) عائد التوزيعات: يعبر عائد التوزيعات عن نسبة الأرباح الموزعة إلى سعر السهم، إلا أنه وبسبب غياب التوزيعات النقدية، فقد بلغ هذا المتغير قيمة صفرية لجميع المصارف وخلال كافة سنوات الدراسة. وعليه، تم استبعاده من التحليل القياسي لعدم صلاحيته إحصائياً.

(3) سياسة الرسملة: تمثل سياسة الرسملة أحد أشكال توزيع الأرباح غير النقدية، حيث تقوم المصارف بتحويل الأرباح المحتجزة إلى رأس المال من خلال توزيع أسهم مجانية على المساهمين.

وقد تم قياس هذا المتغير باستخدام مؤشر (Dummy Variable)، بحيث يأخذ القيمة (1) في حال وجود توزيع أسهم مجانية خلال السنة، و(0) في حال عدم وجودها، وذلك لقياس أثر هذه السياسة على القيمة السوقية.

(4) الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المصرف دون توزيعه، وتُعد مؤشراً على سياسة الاحتجاز وإعادة الاستثمار.

وقد تم احتساب هذا المتغير كنسبة أو قيمة مطلقة من الأرباح المدورة المحققة، بهدف تحليل أثره على القيمة السوقية.

(5) حجم المصرف: بهدف قياس تأثيره على القيمة السوقية وقد تم قياس حجم المصرف باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

(6) الرافعة المالية للمصرف: تُعدّ الرافعة المالية مؤشراً أساسياً على هيكل تمويل المصرف ودرجة اعتماده على الاقتراض مقارنة بتمويله من حقوق الملكية، تم قياس هذا المتغير في الدراسة كنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، وهي النسبة التي تعكس مدى تعرض المصرف للمخاطر المالية.

(7) معدل العائد على الأصول: يُعتبر معدل العائد على الأصول أحد أهم المؤشرات المحاسبية لقياس ربحية المصرف وكفاءته في استخدام موارده المتاحة لتوليد الأرباح. يُحتسب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل (الأرباح بعد الضريبة) على إجمالي الأصول، ويعكس مدى قدرة إدارة المصرف على تحقيق عوائد مرضية مقارنة بحجم الأصول.

د- صياغة النموذج القياسي

بهدف اختبار فرضيات الدراسة وتحليل أثر المحددات المالية الداخلية على القيمة السوقية لأسهم المصارف، تم اعتماد نموذج قياسي مبني على بيانات لوحية (Panel Data)، وذلك على النحو التالي:

$$\ln MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 RETA_{it} + \beta_2 BONUS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

• $\ln MV_{it}$: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للمصرف في السنة t ، ويمثل المتغير التابع في الدراسة .

• β_0 : الحد الثابت (Constant)، ويمثل قيمة المتغير التابع في حال كانت جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفراً .

• $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: معاملات الانحدار، والتي تعكس مقدار تأثير كل متغير مستقل على القيمة السوقية .

• $RETA_{it}$: الأرباح المحتجزة للمصرف في السنة t .

• $BONUS_{it}$: متغير وهمي يعبر عن وجود توزيع أسهم مجانية للمصرف في السنة t .

• $SIZE_{it}$: حجم المصرف، مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول .

• LEV_{it} : الرافعة المالية للمصرف، مقاسة بنسبة الالتزامات إلى الأصول .

• ROA_{it} : معدل العائد على الأصول، كمؤشر على ربحية المصرف .

• ϵ_{it} : حد الخطأ العشوائي، والذي يعكس العوامل الأخرى غير المدرجة في النموذج والتي قد تؤثر على القيمة السوقية .

• i : يشير إلى البعد المقطعي (Cross-section) ، أي المصرف محل الدراسة .

• t : يشير إلى البعد الزمني (Time series) ، أي السنة خلال فترة الدراسة .

هـ- الأساليب الإحصائية المستخدمة

اعتمدت هذه الدراسة على مجموعة من الأساليب الإحصائية والقياسية بهدف تحليل البيانات واختبار الفرضيات، وذلك لضمان الحصول على نتائج دقيقة وموثوقة تعكس طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

1. الإحصاء الوصفي: تم استخدام الإحصاء الوصفي لوصف خصائص البيانات محل الدراسة، وذلك من خلال مجموعة من المقاييس الإحصائية الأساسية، والتي تشمل: المتوسط الحسابي: لقياس القيمة المركزية للمتغيرات، والانحراف المعياري: لقياس درجة تشتت البيانات حول المتوسط، إضافة إلى اختبار Jarque-Bera للتحقق من مدى اتباع المتغيرات للتوزيع الطبيعي، وقد ساعد هذا الأسلوب في تقديم صورة أولية عن طبيعة البيانات قبل الدخول في التحليل القياسي.

2. **مصفوفة الارتباط:** تم استخدام مصفوفة الارتباط لقياس درجة العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة في النموذج، وذلك بهدف الكشف عن مشكلة تعدد الترابط الخطي، والتي قد تؤثر على دقة تقدير معاملات الانحدار.

3. **نماذج بيانات (Panel Data):** تم الاعتماد على نماذج البيانات اللوحية في تحليل العلاقة بين المتغيرات، وذلك من خلال ثلاثة نماذج رئيسية:

1) نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS): يفترض تجانس البيانات وعدم وجود اختلافات فردية بين المصارف .

2) نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model): يأخذ بعين الاعتبار الخصائص الفردية غير المرصودة لكل مصرف والتي لا تتغير مع الزمن .

3) نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model): يفترض أن الاختلافات بين المصارف عشوائية وغير مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية، وقد تم الإشارة إليه لأغراض المقارنة النظرية فقط .

4. **اختبار هاسمان (Hausman Test):** يستخدم اختبار هاسمان لتحديد النموذج الأنسب بين التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، وفي هذه الدراسة لم يتم تطبيق اختبار هاسمان بسبب محدودية عدد المقاطع العرضية (المصارف) وعدم إمكانية تقدير نموذج التأثيرات العشوائية بشكل إحصائي سليم، مما استدعى الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة كخيار نهائي للتحليل.

5. **اختبارات مشاكل النموذج:** تم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية للتحقق من جودة النموذج القياسي، والتي شملت اختبار عدم تجانس التباين للكشف عن تباين غير ثابت في الأخطاء عبر المشاهدات، واختبار الارتباط الذاتي للكشف عن وجود ارتباط بين الأخطاء عبر الزمن .

6. **معالجة المشاكل القياسية:** لمعالجة المشكلات القياسية المحتملة، تم استخدام المتغيرات المعيارية المصححة وتحديداً طريقة White cross-section، وذلك بهدف الحصول على تقديرات أكثر دقة لمعاملات الانحدار وتصحيح الانحرافات في التباين.

و- مبررات اختيار النموذج

تم اعتماد نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) في تحليل بيانات الدراسة، وذلك نظراً لعدم تجانس المصارف محل الدراسة واختلاف خصائصها المالية والإدارية والتنظيمية عبر الزمن. حيث يُفترض أن لكل مصرف خص

ائص فردية غير مشاهدة تؤثر على القيمة السوقية، ولا يمكن افتراض تجانس هذه الخصائص بين جميع المصارف.

كما أن استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) لم يكن مناسباً في هذه الدراسة، وذلك بسبب محدودية عدد المقاطع العرضية (عدد المصارف)، مما يضعف من موثوقية تقدير هذا النموذج ويؤثر على دقة نتائجه الإحصائية.

وبناءً على ذلك، فإن نموذج التأثيرات الثابتة يُعد الأكثر ملاءمة لطبيعة البيانات المستخدمة، لأنه يسمح بالتحكم في الخصائص الفردية غير الملاحظة لكل مصرف، وبالتالي تقديم تقديرات أكثر دقة وواقعية للعلاقة بين المتغيرات محل الدراسة.

تم استخدام مجموعة من الأدوات والبرامج الإحصائية في تحليل بيانات الدراسة، وذلك لضمان دقة النتائج وكفاءتها في اختبار الفرضيات.

تم الاعتماد على برنامج (EViews 13) لكونه من أبرز البرامج المتخصصة في التحليل القياسي والاقتصادي، ويتميز بقدرته العالية على معالجة بيانات السلاسل الزمنية والبيانات اللوحية (Panel Data)، إضافة إلى توفيره لمجموعة واسعة من الاختبارات الإحصائية مثل نماذج الانحدار، واختبارات التشخيص، واختبارات الاستقرار.

كما يتيح البرنامج إمكانية تقدير نماذج Pooled OLS و Fixed Effects و Random Effects بكفاءة عالية، مما يجعله مناسباً لطبيعة هذه الدراسة التي تعتمد على بيانات لوحية لعدة مصارف خلال فترة زمنية ممتدة.

ثانياً: استعراض بيانات الدراسة

لابدّ من الإشارة إلى تأثر الهيكل المالي للمصارف السورية بالتضخم بشكل حاد نتيجة الضغوط الاقتصادية وتقلبات سعر الصرف مما أحدث تشوهات جوهرية في قيم الأصول والالتزامات، وقد شملت بيانات عينة الدراسة:

أ- البيانات المالية للمصرف الدولي للتجارة والتمويل

الجدول (3-1) البيانات المالية للمصرف الدولي للتجارة و التمويل

إجمالي المطلوبات (الالتزامات)	إجمالي الموجودات (الأصول)	الأرباح المدورة (غير المحققة - تقييم)	الأرباح المدورة (المحققة)	إجمالي الأرباح الموزعة نقداً	عدد الأسهم المصدرة	صافي الربح السنوي (للعائد للمساهمين)	السنة
77,5	86,0	12,6	-10.1	0	52.5	20.4	2015
110,4	124,7	20,8	-13.1	0	52.5	5.7	2016
122,9	139,3	17,4	-8.9	0	52.5	2.2	2017
138,0	155,8	17,3	7.8-	0	52.5	1.3	2018
149,5	175,5	17,2	0.124	0	52.5	6.1	2019
266,0	334,1	55,5	3,4	0	52.5	42	2020
489,6	614,0	112,5	5,1	0	84	56.3	2021
500,3	654,5	135,1	5,2	0	84	29.7	2022
1,547,1	2,182,2	582,0	32,6	0	105	489.3	2023
1,687,2	2,405	625,0	54,5	0	210	82.7	2024

* عدد الأسهم المصدرة بالمليون

** باقي البيانات بوحدة المليار

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للمصرف على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

ب- البيانات المالية لمصرف سورية و المهجر:

الجدول (3-2) البيانات المالية لمصرف سورية و المهجر

السنة	صافي الربح السنوي (للعائد للمساهمين)	عدد الأسهم المصدرة	إجمالي الأرباح الموزعة نقداً	الأرباح المدورة (المحققة)	الأرباح المدورة (غير المحققة - تقييم)	إجمالي الموجودات (الأصول)	إجمالي المطلوبات (الالتزامات)
2015	6.4	40	0	-1.3	10.2	143.1	128.8
2016	7.8	40	0	-0.396	16.6	195.2	173.1
2017	-0.761	40	0	1.2	13.7	179.4	158.1
2018	1.9	60	0	1.4	13.7	170.2	146.2
2019	33.8	72	0	1.7	13.7	138.3	113.3
2020	0.288	86.4	0	-0.496	49.2	301	242.2
2021	55.9	86.4	0	-5.1	109.4	480	364.5
2022	12.2	86.4	0	-18.4	135	560.2	434.2
2023	493.3	86.4	0	12.1-	620	2,284	1661.1
2024	98.7	86.4	0	20.4	671.2	2,657	1933.1

* عدد الأسهم المصدرة بالمليون

** باقي البيانات بوحدة المليار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للمصرف على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

ج- البيانات المالية لمصرف بيمو السعودي الفرنسي:

الجدول (3-3) البيانات المالية لمصرف بيمو السعودي الفرنسي

السنة	صافي الربح السنوي (العائد للمساهمين)	عدد الأسهم المصدرة (سهم)	إجمالي الأرباح الموزعة نقداً	الأرباح المدورة (المحقة)	الأرباح المدورة غير المحقة	إجمالي الموجودات (الأصول)	إجمالي المطلوبات (الالتزامات)
2015	6.6	50	0	1.2-	12.9	171.9	153.9
2016	10.3	50	0	0.167	21.5	234,8	206.2
2017	-2.07	55	0	1.3	17.6	251,1	223.4
2018	2.8	65	0	2.3	17.6	305,5	275
2019	2.3	80	0	2.8	25.4	350	315
2020	4.5	100	0	0.750	60.1	740	660
2021	99.1	100	0	4.2	155.3	1501	1262.9
2022	47.2	100	0	5.8	198.6	1896	1592.1
2023	894	150	0	12.5	1077.5	6210	4710.2
2024	106	178.1	0	176.6	986	8578	6668.9

* عدد الأسهم المصدرة بالمليون

** باقي البيانات بوحدة المليار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للمصرف على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

د- البيانات المالية لمصرف الائتمان الأهلي:

الجدول (3- 4) البيانات المالية لمصرف الائتمان الأهلي

السنة	صافي الربح السنوي (العائد للمساهمين)	عدد الأسهم المصدرة (سهم)	إجمالي الأرباح الموزعة نقداً	الأرباح المدورة (المحققة)	الأرباح المدورة غير المحققة	إجمالي الموجودات (الأصول)	إجمالي المطلوبات (الالتزامات)
2015	6.1	57,2	0	-5.9	15.6	81.6	65.4
2016	11.4	57,2	0	-4.7	25.4	105.1	77.5
2017	3.3	57,2	0	-3.8	21	111.7	87.8
2018	1.1	57,2	0	-2.9	21	120.5	95
2019	1.3	57,2	0	0.37	21	121.8	93.1
2020	39.8	60	0	4.7	65.5	246.6	178
2021	74.8	60	0	0	134	380.5	237.1
2022	30.2	60	0	2.3	161	459.1	285.6
2023	520.1	80	0	0.855	681	1594.6	895.5
2024	61.5	160	0	96	609.7	2176.2	1439.2

* عدد الأسهم المصدرة بالمليون

** باقي البيانات بوحدة المليار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للمصرف على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

ثالثاً: التحليل الوصفي لأبعاد الدراسة

أ- توصيف أبعاد الدراسة

الجدول (3-5) توصيف أبعاد الدراسة

ROA	LEV	SIZE	BONUS	RETA	LNMV	
0.069648	0.798816	26.74642	0.139538	-0.0105	25.23147	Mean
0.039392	0.799195	26.43771	0.000000	0.000710	24.79469	Median
0.326114	0.900994	29.78030	1.000000	0.044131	29.17914	Maximum
-0.0292	0.561657	25.12558	0.000000	-0.1255	22.73917	Minimum
0.081462	0.088136	1.244845	0.254744	0.033469	1.732328	Std. Dev.
1.397092	-0.7336	0.754103	2.211767	-1.7785	0.547467	Skewness
4.245926	2.922423	2.515426	7.409047	6.216539	2.269143	Kurtosis
15.59967	3.597946	4.182493	65.01225	38.33104	2.888385	Jarque-Bera
0.000410	0.165469	0.123533	0.000000	0.000000	0.235937	Probability
2.785903	31.95264	1069.857	5.581509	-0.4228	1009.259	Sum
0.258806	0.302950	60.43592	2.530884	0.043687	117.0374	Sum Sq. Dev.
40	40	40	40	40	40	Observations

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

تشير نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة إلى وجود تباين واضح بين المتغيرات المالية المستخدمة، بما يعكس اختلاف طبيعة سلوكها بين المصارف وفترات الدراسة.

بالنسبة للقيمة السوقية (LNMV)، يظهر أن متوسطها العام مستقر نسبياً حول قيمة مرتفعة، مع انحراف معياري معتدل، ما يشير إلى وجود تباين محدود نسبياً في القيمة السوقية بين المصارف، وهو ما يعكس درجة من الاستقرار النسبي في أداء السوق مقارنة ببقية المتغيرات.

أما متغير الأرباح المحتجزة (RETA) ، فيلاحظ أن متوسطه قريب من الصفر مع انحراف معياري منخفض نسبياً، إضافة إلى وجود انحراف سلبي واضح في التوزيع (Skewness) سلبي، ما يدل على أن أغلب القيم تميل إلى الانخفاض أو تسجيل قيم سالبة في بعض الفترات، وهو ما يتماشى مع وجود خسائر متراكمة في بعض السنوات.

فيما يتعلق بمتغير سياسة التوزيع (BONUS) ، يتضح أن متوسطه منخفض نسبياً، مع انحراف معياري مرتفع نسبياً، وقيمة وسيطة تساوي صفراً، ما يدل على أن هذا المتغير غير منتظم عبر السنوات ويعتمد على قرارات محددة بزيادة رأس المال في بعض الفترات دون غيرها.

أما حجم المصرف (SIZE) ، فيظهر استقراراً نسبياً في المتوسط مع تشتت محدود، مما يشير إلى نمو تدريجي في حجم المصارف محل الدراسة دون تقلبات حادة.

وبالنسبة للرافعة المالية (LEV) ، يتضح أن قيمها تتمركز حول متوسط مرتفع نسبياً مع انحراف معياري منخفض، مما يشير إلى استقرار نسبي في هيكل التمويل واعتماد ثابت على الودائع والالتزامات.

أما الربحية (ROA) ، فتُظهر تبايناً واضحاً مع وجود قيم سالبة في بعض الحالات وقيم مرتفعة في أخرى، إضافة إلى انحراف معياري ملحوظ، ما يعكس عدم استقرار الأداء التشغيلي للمصارف خلال فترة الدراسة.

ومن ناحية التوزيع الإحصائي، تشير نتائج Jarque-Bera إلى أن بعض المتغيرات مثل RETA و BONUS و ROA لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث كانت قيم الاحتمالية أقل من 0.05، بينما تقترب متغيرات أخرى من التوزيع الطبيعي مثل LNMV و SIZE، مما يشير إلى أن البيانات ليست طبيعية بالكامل وتحتاج إلى استخدام أساليب قياس قوية مثل النماذج اللوحية مع الأخطاء المعيارية المصححة.

بشكل عام، تعكس هذه النتائج وجود تباين مهم في خصائص المتغيرات، وهو ما يدعم استخدام نماذج Panel Data في التحليل، نظراً لقدرتها على التعامل مع هذا النوع من الاختلافات بين المصارف عبر الزمن.

ب- تحليل الارتباط بين أبعاد الدراسة:

الجدول (3-6) تحليل الارتباط بين أبعاد الدراسة

ROA	LEV	SIZE	BONUS	RETA	LNMV	
0.294	-0.575	0.950	0.513	0.561	1	LNMV
0.169	-0.3057	0.550	0.417	1	0.5611	RETA
0.088	-0.289	0.461	1	0.417	0.513	BONUS
0.332	-0.466	1	0.461	0.550	0.950	SIZE
-0.5788	1	-0.4665	-0.289	-0.305	-0.575	LEV
1	-0.5788	0.332	0.088	0.169	0.294	ROA

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

تشير نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة إلى وجود علاقات متفاوتة في القوة والاتجاه بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، بما يعكس طبيعة التداخل بين العوامل المالية المؤثرة في القيمة السوقية.

بالنسبة للعلاقة بين القيمة السوقية (LNMV) والأرباح المحتجزة (RETA)، يتبين وجود علاقة طردية متوسطة، ما يشير إلى أن تحسن الأرباح المحتجزة يرتبط بارتفاع القيمة السوقية للأسهم. كما تظهر علاقة طردية أيضاً بين القيمة السوقية وسياسة توزيع الأرباح (BONUS)، لكنها تبقى متوسطة القوة، مما يدل على أن زيادة رسمة الأرباح قد تدعم القيمة السوقية ولكن ليس بشكل حاسم.

في المقابل، تظهر العلاقة بين القيمة السوقية وحجم المصرف (SIZE) علاقة طردية قوية جداً، وهي من أقوى العلاقات في النموذج، ما يشير إلى أن زيادة حجم المصرف ترتبط بشكل مباشر بارتفاع قيمته السوقية. بينما تظهر علاقة عكسية بين القيمة السوقية والرافعة المالية (LEV)، مما يعني أن ارتفاع مستويات المديونية قد يؤثر سلباً على القيمة السوقية.

أما العلاقة بين القيمة السوقية والعائد على الأصول (ROA)، فهي طردية ضعيفة نسبياً، ما يشير إلى أن تأثير الربحية التشغيلية على القيمة السوقية محدود مقارنة ببقية المتغيرات.

وعند تحليل العلاقات بين المتغيرات المستقلة نفسها، لا تظهر العلاقات مستويات مرتفعة جداً باستثناء العلاقة بين حجم المصرف وبعض المتغيرات الأخرى، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تعدد ترابط خطير بين معظم المتغيرات، باستثناء العلاقة المرتفعة نسبياً بين SIZE و LNMV والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تفسير نتائج الانحدار.

بشكل عام، توضح مصفوفة الارتباط أن المتغيرات المالية ترتبط بالقيمة السوقية بدرجات متفاوتة، وأن أقوى العوامل تأثيراً مبدئياً هي حجم المصرف، في حين تبقى بقية المتغيرات ذات تأثير متوسط أو ضعيف نسبياً.

رابعاً: تحليل نتائج نماذج الانحدار واختيار النموذج الأنسب

في هذا القسم يتم تقدير نماذج الانحدار باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) بهدف تحليل العلاقة بين المحددات المالية الداخلية والقيمة السوقية لأسهم المصارف، وذلك بعد استبعاد متغيري نسبة توزيع الأرباح وعائد التوزيعات لخلوهما من التباين. كما يتم اختبار ملاءمة النماذج المقدرة واختيار الأنسب منها

أ- تقدير نماذج البيانات اللوحية المستخدمة في الدراسة:

نظراً لوجود اختلافات فردية غير مشاهدة بين المصارف (مثل ثقافة الإدارة، كفاءة الحوكمة، السمعة)، تم تقدير نموذج التأثيرات الثابتة الذي يسمح بالتحكم في هذه الخصائص. كما تم تقدير نموذج التأثيرات الثابتة المصحح بالأخطاء المعيارية بطريقة White للتغلب على مشكلة عدم تجانس التباين.

الجدول (3-7) ملخص نتائج نماذج البيانات اللوحية المقدرة

ملاحظات	Durbin-Watson	Prob(F)	F-statistic	Adjusted R ²	R-squared	النموذج
نموذج أساسي	1.297	0.0000	81.45	0.9429	0.9546	Fixed Effects (بدون تصحيح)
معالجة تباين غير متجانس	1.297	0.0000	81.45	0.9429	0.9546	Fixed Effects (White Robust)
الأكثر موثوقية	1.297	0.0000	81.45	0.9429	0.9546	النموذج المعتمد في التفسير

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

يوضح الجدول أعلاه أن نماذج الانحدار المقدرة تتمتع بقدرة تفسيرية مرتفعة، حيث بلغ معامل التحديد المعدل (Adjusted R²) نحو 0.9429، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يقارب 94% من التغيرات في القيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة. كما أظهرت قيمة اختبار F-statistic معنوية إحصائية عالية عند مستوى 1%، مما يؤكد معنوية النموذج ككل وصلاحيته للتفسير القياسي.

ويلاحظ عدم وجود تغير في مؤشرات جودة المطابقة بين النموذج التقليدي والنموذج المصحح بطريقة White ، إلا أن استخدام الأخطاء المعيارية المصححة يعزز موثوقية الاستدلال الإحصائي من خلال معالجة مشكلة عدم تجانس التباين، دون التأثير على جودة الملاءمة الكلية للنموذج.

ب- مقارنة دلالة المتغيرات عبر التقديرات المختلفة:

للكشف عن مدى استقرار تأثير كل متغير، تم مقارنة نتائج النموذج التقليدي مع النموذج المصحح بطريقة White، كما هو موضح في الجدول

الجدول (3- 8) مقارنة دلالة المتغيرات عبر التقديرات المختلفة

المتغير	FE التقليدي	FE مع White	الأثر النهائي
RETA	غير معنوي	غير معنوي	لا تأثير
BONUS	غير معنوي	معنوي (5%)	تأثير موجب
SIZE	معنوي (1%)	معنوي (1%)	تأثير موجب قوي
LEV	معنوي (5%) سالب	معنوي (1%) سالب	تأثير سلبي قوي
ROA	معنوي (5%) سالب	ضعيف المعنوية (10%)	تأثير سلبي محدود

من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

تُظهر نتائج المقارنة أن متغير حجم المصرف (SIZE) يمثل العامل الأكثر استقراراً وتأثيراً موجباً على القيمة السوقية عبر جميع النماذج المقدر، في حين يستمر تأثير الرافعة المالية (LEV) سلبياً ومعنوياً بشكل واضح، مما يعكس دور المخاطر المالية في خفض تقييم السوق للمصارف.

كما يتبين أن سياسة الرسملة (BONUS) لم تكن ذات دلالة إحصائية في النموذج التقليدي، إلا أنها أصبحت معنوية بعد تصحيح الأخطاء المعيارية، ما يشير إلى وجود أثر إيجابي محدود لها على القيمة السوقية. في المقابل، لم يظهر متغير الأرباح المحتجزة (RETA) أي أثر معنوي في جميع التقديرات، مما يعكس ضعف تأثيره المباشر على القيمة السوقية خلال فترة الدراسة.

ج- اختيار النموذج القياسي الأنسب

تم اختبار نماذج البيانات اللوحية بهدف تحديد النموذج الأكثر ملاءمة للتحليل، حيث أظهرت النتائج تفوق نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) من حيث الملاءمة الإحصائية والقدرة التفسيرية، وهو ما يتسق مع طبيعة البيانات المستخدمة التي تتضمن اختلافات فردية غير مشاهدة بين المصارف.

كما أن اعتماد نموذج التأثيرات الثابتة يُعد أكثر ملاءمة في هذه الحالة، نظراً لكونه يأخذ بعين الاعتبار الخصائص المصرفية الفردية غير القابلة للقياس والتي قد تؤثر على القيمة السوقية، مما يقلل من التحيز في تقدير المعلمات

ظراً لطبيعة البيانات اللوحية المستخدمة في الدراسة والتي تتضمن عددًا محدودًا من المقاطع العرضية (أربعة مصارف فقط)، إضافة إلى اختلاف الخصائص الفردية غير المشاهدة بين المصارف، تم اعتماد نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) كنموذج نهائي للتحليل القياسي. ويعود ذلك إلى قدرة هذا النموذج على التحكم في التباينات الفردية غير المرصودة التي قد تكون مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية، مما يضمن الحصول على تقديرات أكثر اتساقاً ودقة. كما أن محدودية عدد المقاطع العرضية حالت دون إمكانية تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل القياسي، وبالتالي تم الاكتفاء بنموذج التأثيرات الثابتة كخيار منهجي أكثر ملاءمة لطبيعة البيانات.

خامساً: اختبار فرضيات الدراسة

1. اختبار الفرضية الرئيسية: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

اختبار هذه الفرضية، تم تقدير نموذج الانحدار باستخدام بيانات بانل متوازنة (40 مشاهدة لأربعة مصارف خلال الفترة 2015-2024) باعتماد أسلوب التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) الذي يتحكم في الخصائص الفردية غير المشاهدة لكل مصرف. ولضمان دقة الاستدلال الإحصائي، تم تصحيح الأخطاء المعيارية بطريقة White (cross-section) المعالجة مشكلة عدم تجانس التباين المحتملة بين المقاطع العرضية .

الجدول (3-9) نموذج التأثيرات الثابتة المصحح بطريقة White

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.388796	3.354924	1.010096	0.3388
RETA	-2.147856	2.263625	-0.948857	0.3675
BONUS	0.650384	0.222802	2.919110	0.0171
SIZE	1.052971	0.113301	9.293599	0.0000
LEV	-7.753188	1.905973	-4.067837	0.0028
ROA	-3.454729	1.824757	-1.893254	0.0909
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
	R-squared	0.954585	Mean dependent var	25.23147
	Adjusted R-squared	0.942865	S.D. dependent var	1.732328
	S.E. of regression	0.414079	Akaike info criterion	1.269587
	Sum squared resid	5.315298	Schwarz criterion	1.649585
	Log likelihood	-16.39173	Hannan-Quinn criter.	1.406982
	F-statistic	81.44852	Durbin-Watson stat	1.297316
	Prob(F-statistic)	0.000000		

من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13

تُظهر نتائج التقدير أن النموذج يتمتع بقدرة تفسيرية مرتفعة، حيث بلغ معامل التحديد المعدل (Adjusted $R^2 = 0.9429$)، ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 94.3% من التغيرات في القيمة السوقية للمصارف محل الدراسة. كما أن اختبار معنوية النموذج ككل (F-statistic) جاء دالاً إحصائياً عند مستوى 1 (Prob = 0.0000) %، مما يؤكد صلاحية النموذج وقدرته التفسيرية.

وعلى مستوى متغيرات سياسة توزيع الأرباح، أظهرت النتائج ما يلي:

1. الأرباح المحتجزة (RETA) لم يكن لها تأثير ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة الاحتمال (Prob = 0.3675)، وهي أكبر من 0.05، مما يدل على عدم وجود أثر معنوي لهذا المتغير على القيمة السوقية.
2. سياسة الرسملة (BONUS) أظهرت أثراً موجباً ومعنوياً إحصائياً عند مستوى 5%، حيث بلغت قيمة الاحتمال (Prob = 0.0171) ومعامل انحدار موجب (0.6504)، مما يشير إلى أن توزيع الأسهم المجانية يرتبط بزيادة في القيمة السوقية للمصارف محل الدراسة.

وبناءً على ذلك، يمكن استنتاج أن فرضية العدم تُرفض جزئياً؛ إذ لم يظهر تأثير معنوي للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية، بينما ثبت وجود أثر موجب ومعنوي لسياسة الرسملة. وعليه، فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية من خلال أحد مكوناتها فقط، وليس بشكل كلي.

الفرضية الفرعية الأولى (أثر الأرباح المحتجزة): "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

أظهرت نتائج التقدير أن معامل الأرباح المحتجزة (RETA) لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث سجلت قيمة احتمال (Prob) أعلى من مستوى 0.05، ما يدل على عدم وجود تأثير معنوي لهذا المتغير على القيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة.

وعليه، يتم قبول الفرضية الصفرية، مما يشير إلى أن الأرباح المحتجزة لا تمثل محدداً مباشراً للقيمة السوقية خلال فترة الدراسة.

الفرضية الفرعية الثانية (أثر سياسة الرسملة) " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة الرسملة (توزيع الأسهم المجانية) على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

أظهرت النتائج وجود أثر موجب ومعنوي إحصائياً لسياسة الرسملة، حيث جاءت قيمة الاحتمال (Prob) أقل من 0.05، ومعامل انحدار موجب، ما يدل على أن توزيع الأسهم المجانية يرتبط بارتفاع القيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة.

وبناءً عليه، يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، مما يعني أن سياسة الرسملة تمثل أحد العوامل المؤثرة إيجابياً في القيمة السوقية.

الفرضية الفرعية الثالثة (أثر حجم المصرف): "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المصرف على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

أوضحت نتائج التقدير أن متغير حجم المصرف (SIZE) يؤثر إيجابياً وبشكل معنوي إحصائياً عند مستوى 1%، حيث سجل معامل انحدار موجب وقيمة t مرتفعة جداً، ما يعكس قوة العلاقة بين حجم الأصول والقيمة السوقية.

وعليه، يتم رفض الفرضية الصفرية، مما يدل على أن حجم المصرف يُعد من أهم المحددات الإيجابية للقيمة السوقية.

الفرضية الفرعية الرابعة: (أثر الرافعة المالية): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

أظهرت النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي إحصائياً للرافعة المالية (LEV)، حيث كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 ومعامل الانحدار سالباً، مما يدل على أن ارتفاع مستوى المديونية يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمصارف محل الدراسة.

وبناءً عليه، يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بما يؤكد أن المخاطر التمويلية تؤثر سلباً على تقييم السوق.

الفرضية الفرعية الخامسة: (أثر العائد على الأصول): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم المصارف".

أظهرت النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي إحصائياً للعائد على الأصول، حيث جاءت قيمة الاحتمال أقل من 0.05، مما يشير إلى أن ارتفاع الربحية التشغيلية لا ينعكس بالضرورة إيجاباً على القيمة السوقية في البيئة المصرفية محل الدراسة، بل قد يرتبط بعوامل تفسيرية أخرى تتعلق بتوقعات السوق.

وعليه، يتم رفض الفرضية الصفرية، وقبول وجود تأثير معنوي للعائد على الأصول على القيمة السوقية.

بشكل عام، تشير نتائج اختبار الفرضيات إلى أن القيمة السوقية لأسهم المصارف تتأثر بمجموعة من العوامل الهيكلية والمالية، حيث برز كل من حجم المصرف والرافعة المالية كأهم المتغيرات ذات التأثير القوي، في حين كان تأثير سياسات توزيع الأرباح متفاوتاً؛ إذ ظهر تأثير إيجابي لسياسة الرسالة، مقابل غياب تأثير معنوي للأرباح المحتجزة.

النتائج والتوصيات:

أ- نتائج الدراسة:

في ضوء نتائج التحليل القياسي باستخدام نماذج البيانات اللوحية (Panel Data) واعتماد نموذج التأثيرات الثابتة مع تصحيح الأخطاء المعيارية بطريقة White ، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الأساسية على مستوى العلاقة بين المحددات المالية الداخلية والقيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة.

1. أظهرت النتائج أن النموذج المقدر يتمتع بقدرة تفسيرية مرتفعة، حيث بلغ معامل التحديد المعدل حوالي (0.94)، مما يدل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر نسبة كبيرة من التغيرات في القيمة السوقية لأسهم المصارف، وهو ما يعكس قوة النموذج وملاءمته للتحليل.

2. تبين أن حجم المصرف (SIZE) يمثل المتغير الأكثر تأثيراً واستقراراً، حيث جاء تأثيره موجباً ومعنوياً إحصائياً عند مستوى 1% في جميع التقديرات، ما يشير إلى أن توسع حجم الأصول يعزز القيمة السوقية بشكل واضح.

3. أظهرت الرافعة المالية (LEV) أثراً سلبياً ومعنوياً إحصائياً في مختلف النماذج، مما يعكس أن ارتفاع مستويات المديونية يؤدي إلى انخفاض تقييم السوق للمصارف نتيجة زيادة المخاطر المالية.

رابعاً، أظهر العائد على الأصول (ROA) تأثيراً سلبياً ومعنوياً في معظم النماذج، وهو ما قد يشير إلى أن الربحية المحاسبية لا تنعكس بشكل مباشر على القيمة السوقية في البيئة المصرفية محل الدراسة.

4. فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، تبين وجود تباين في النتائج؛ إذ لم يكن للأرباح المحتجزة (RETA) أي تأثير معنوي إحصائياً، بينما أظهرت سياسة الرسطة (BONUS) أثراً إيجابياً ومعنوياً بعد تصحيح الأخطاء المعيارية، ما يشير إلى أن توزيع الأسهم المجانية ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية.

5. تؤكد النتائج أن القيمة السوقية للمصارف تتأثر بشكل أكبر بالعوامل الهيكلية والمخاطر المالية مقارنة بسياسات توزيع الأرباح، التي تبقى ذات تأثير محدود نسبياً خلال فترة الدراسة.

ب- توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، تقدم الدراسة مجموعة من التوصيات التطبيقية والإدارية التي يمكن أن تسهم في تحسين الأداء السوقي والمالي للمصارف محل الدراسة:

1. إعادة هيكلة إدارة المخاطر المالية والرقابة على الرفع المالي: ينبغي على إدارات المصارف العمل على ضبط مستويات الرافعة المالية ضمن حدود آمنة، نظراً لثبوت أثرها السلبي على القيمة السوقية، بما يحد من مخاطر التمويل ويعزز ثقة المستثمرين .
2. تبني استراتيجية النمو المدروس وتعزيز الحجم أي التركيز على التوسع المدروس في حجم الأصول نظراً لثبوت الأثر الإيجابي القوي لحجم المصرف، يُوصى بسياسات توسع مدروسة في الأصول والاستثمارات المصرفية بما يدعم تعزيز القيمة السوقية دون رفع مستويات المخاطر بشكل مفرط .
3. إعادة تقييم فعالية سياسات توزيع الأرباح: تشير النتائج إلى محدودية تأثير الأرباح المحتجزة، مقابل الأثر الإيجابي لسياسة الرسالة، وبالتالي يُوصى بإعادة هيكلة سياسات توزيع الأرباح بما يتناسب مع تفضيلات السوق وليس فقط الاعتبارات المحاسبية .
4. تحسين جودة الأرباح: بما أن العائد على الأصول لم ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية، يوصى بتحسين جودة الأرباح التشغيلية والعمل على زيادة مساهمة الأرباح التشغيلية في إجمالي الأرباح، من خلال تحسين كفاءة العمليات المصرفية الأساسية (مثل الإقراض، الاستثمار، الخدمات المصرفية) وتقليل الاعتماد على الأرباح غير التشغيلية (خاصة فروقات تقييم العملة)، وإصدار تقارير دورية تحلل جودة الأرباح واستدامتها، مع شرح تأثير العوامل غير التشغيلية على النتائج المالية، وتوضيح الخطط المستقبلية لتعزيز الربحية التشغيلية.
5. اعتماد سياسة رسالة الأرباح كأداة استراتيجية: عند توفر الظروف المناسبة (تحقيق أرباح مستدامة، وجود احتياطات كافية، استقرار السوق)، يُوصى بتوزيع أسهم مجانية بدلاً من الاحتفاظ بالأرباح دون توزيع، لأن السوق يفسر هذه السياسة كإشارة إيجابية عن الثقة في الأداء المستقبلي.

6. الإعلان الواضح عن سياسة الرسملة: وضع سياسة واضحة ومعلنة لرسملة الأرباح، مع تحديد المعايير التي يتم على أساسها اتخاذ قرار التوزيع (مثل نسبة معينة من الأرباح، أو عند الوصول إلى مستوى محدد من الاحتياطيات)، مما يزيد من شفافية القرارات ويعزز ثقة المستثمرين.
7. ربط سياسة الرسملة باستراتيجية النمو: التأكيد في الإعلانات والتقارير على أن توزيع الأسهم المجانية يأتي في إطار استراتيجية أوسع للنمو والتوسع، مما يعزز رسالة الثقة في مستقبل المصرف.
8. تحسين الإفصاح عن الأرباح المحتجزة: نظراً لعدم معنوية الأرباح المحتجزة في النتائج، يُوصى بتحسين الإفصاح عن كيفية استخدام هذه الأرباح في تمويل المشاريع والتوسع، وتوضيح العوائد المتوقعة من هذه الاستثمارات، مما قد يعزز من تأثيرها الإيجابي على القيمة السوقية في المستقبل.
9. التوازن بين سياسات التوزيع المختلفة: العمل على تحقيق توازن بين سياسة الرسملة (التي أثبتت تأثيراً إيجابياً) والسياسات الأخرى (مثل الاحتفاظ بالأرباح للتوسع)، مع الأخذ بعين الاعتبار تفضيلات السوق والظروف الاقتصادية.
10. تعزيز حوكمة الشركات والشفافية المؤسسية: والتأكيد على الشفافية في الإفصاح عن المخاطر بحيث يتم الإفصاح بشكل شامل وواضح عن جميع المخاطر التي تواجه المصرف (مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، المخاطر التشغيلية)، مع تقديم تقديرات كمية ونوعية لهذه المخاطر وكيفية إدارتها.
11. رفع مستوى الإفصاح حول سياسات توزيع الأرباح والقرارات المالية وسياسات التمويل واستراتيجيات الاستثمار، مما يساعد المستثمرين على فهم رؤية الإدارة وخططها المستقبلية قد يسهم في تقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي تحسين التقييم السوقي للمصارف.

الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج، وبالنظر إلى بعض القيود المنهجية والبيانية، يمكن اقتراح عدد من المسارات البحثية المستقبلية التي قد تسهم في تعميق الفهم للعلاقة بين المحددات المالية الداخلية الأرباح والقيمة السوقية في القطاع المصرفي، وذلك على النحو التالي:

1. إجراء دراسات مماثلة على عينات أوسع تشمل عددًا أكبر من المصارف أو قطاعات اقتصادية مختلفة، بما يسمح بتعميم النتائج واختبار مدى استقرارها في بيئات اقتصادية متنوعة.
2. توسيع الفترة الزمنية للدراسة لتشمل فترات اقتصادية مختلفة (مثل فترات الأزمات أو الانتعاش الاقتصادي)، مما يساعد على تحليل سلوك العلاقة بين المتغيرات في ظل دورات اقتصادية متباينة.
3. إدخال متغيرات إضافية في النموذج القياسي، مثل مؤشرات الحوكمة المصرفية، وجودة الأرباح، ومخاطر السيولة، لما قد يكون لها من تأثير غير مباشر على القيمة السوقية.
6. إجراء دراسات مقارنة بين الأسواق المالية النامية والمتقدمة، بهدف تحليل الاختلاف في استجابة المستثمرين لسياسات توزيع الأرباح في بيئات مؤسسية مختلفة.

قائمة المراجع

المراجع العربية

1. بن ناصر، شمس الدين. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر الأسهم للمؤسسات المدرجة في البورصة: دراسة حالة بورصة عمان لسنة 2020. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والاجتماعية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي بقالمة، الجزائر.
2. بدروني، عيسى؛ غربي، حمزة؛ وقمان، مصطفى. (2020). سياسة توزيع الأرباح، الطبعة الأولى. دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر.
3. بوغنامة، أحمد أمين، ويوسف، رفيق. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 5(2).
4. عبد الفتاح، إسماء، ومحرم، فريد. (2025). أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم: أدلة من مصر. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 16(1).
5. عبد الواحد، رسل علي، والرفيعي، (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم للمدة (2016-2021): دراسة حالة مصرف آشور الدولي للاستثمار. مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، 15(49).
6. عذاب، علي عبد، ومحمود، ثائر صبري. (2021). أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية: بحث تطبيقي في مصرف بغداد للمدة (2010-2019). Journal of Accounting and Financial Studies (JAFS)، المجلد (16)، العدد (57).
7. فليح، هدى كاظم. (2023). تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الوحدة الاقتصادية: دراسة تطبيقية على بعض المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018-2023). رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق.
8. قريشي، محمد الأخضر، يازي، منار، وبن حنيش، أم الخير. (2024). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2022. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر.
9. الميداني محمد أيمن، (2015)، الإدارة التمويلية للشركات الطبعة السابعة. دار العكبان للنشر، الرياض، السعودية.

1. Abbas, A. A., & Hassouni, A. A. K. (2024). Exploring the nexus between banking stability and market value: Evidence from the Iraqi banking sector. *Economics, Management and Sustainability*, 9(1), 21–42.
2. Abu Eid, A., Al-Ramahi, N., Al-Tamimi, H., & Al-Ali, M. (2024). The effect of financial leverage on market value of banks listed on the Palestine Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 31(1), 112–130.
3. Ahmadi, A., & Nouri, M. (2025). The impact of earnings quality on the relationship between profitability and market value in Iranian banks. *Journal of Banking and Financial Economics*, 12(1), 45–67.
4. Alnahedh, M. K., & Almutawa, S. (2024). The diffusion of financial technology-enabled innovation in GCC-listed banks and its relationship with profitability and market value. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, ahead-of-print. Emerald Publishing.
5. Al-Sharif, B. M. (2020). Dividend-payout policy and share-price volatility in Islamic banks: Evidence from Jordan. *Asian Economic and Financial Review*, 10(3), 266–274.
6. Altman, E. I. (2013). Predicting financial distress of companies. *Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
7. Altunbas, Y., & Marqués, D. (2018). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204–222.
8. Apriyani, S., Djazuli, A., & Kalsum, U. (2025). Apakah Likuiditas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Mempengaruhi Nilai Perusahaan? Bukti Empiris pada Sektor Perbankan di BEI. *Jurnal Aplikasi Manajemen Dan Bisnis*, 6(1), 67–81.
9. Athanasoglou, P. P., Brissimis, S. N., & Delis, M. D. (2014). Bank profitability determinants. *Journal of International Financial Markets*, 18(2), 121–136.
10. Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2).
11. Barth, J. R., Caprio, G., & Levine, R. (2012). *Guardians of Finance*. MIT Press, pp. 85–100.
12. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. BIS, pp. 30–35.
13. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2019). Basel III: Finalising post-crisis reforms. BIS, pp. 45–52.
14. Begenau, J., Bigio, S., Majerovitz, J., & Vieyra, M. (2024). A Q-Theory of Banks. *Working Paper*, National Bureau of Economic Research.

15. Begenau, J., Bigio, S., Majerovitz, J., & Vieyra, M. (2026). A Q-theory of banks. *The Review of Economic Studies*, 93(1), 106–143.
16. Berger, A. N., & Bouwman, C. H. S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146–176.
17. Berger, A. N., & DeYoung, R. (2017). Problem loans and cost efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 21(6), 849–870.
18. Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (2017). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European Journal of Operational Research*, 98(2), 175–212.
19. Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson, p. 67.
20. Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson, p. 112.
21. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
22. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). The credit channel of monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
23. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill, p. 78.
24. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill, p. 95.
25. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, p. 35.
26. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning, p. 85.
27. Cao, T. (2023). Dividend Policy and Share Price Volatility: Empirical Evidence from Industrial Companies in Vietnam. *RA Journal of Applied Research*, 9(4).
28. Claessens, S., & Laeven, L. (2004). What drives bank competition? *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 563–583.
29. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley, p. 89.
30. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley, p. 112.
31. Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2010). Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 626–650.

32. Erella, M., & Maiyaliza, M. (2026). The Effect of Profitability on Stock Prices with Dividend Policy as an Intervening Variable in Banking Subsector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022–2024 Period. *Journal Research of Social Science, Economics, and Management*.
33. Fabozzi, F. J. (2020). *Equity Valuation and Analysis* (4th ed.). Wiley, p. 88.
34. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
35. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
36. Financial Stability Board (FSB). (2021). Global systemically important banks (G-SIBs): Assessment methodology and additional loss absorbency requirement. FSB Publications, p. 12.
37. Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2019). The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis. *The Manchester School*, 72(3), 363–381.
38. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2019). *Basic Econometrics* (6th ed.). McGraw-Hill, pp. 120–125.
39. Hughes, J. P., & Mester, L. J. (2013). Measuring the performance of banks: Theory, practice, evidence, and some policy implications. *Oxford Handbook of Banking*, 2nd ed., Oxford University Press, p. 156.
40. Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319–338.
41. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
42. Khasanah, U., Wijaya, L. R. P., & Sidik, M. M. A. (2025). The Effect of Dividend Policy, Earnings Volatility, and Leverage on Stock Price Volatility. *Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu*, 4(1).
43. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2020). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1).
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285–332.
45. Levine, R. (2004). The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3404, p. 8.
46. Mouna, Y., Benlaria, A., Benzidi, A., Mediani, M., & Bennaceur, M. Y. (2025). The Impact of Capital Adequacy on Bank Market Value: Evidence from Islamic and Conventional Banks in Saudi Arabia. *Lex Localis*, 23(3), 1–22.

47. Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Raza, S. (2024). The impact of financial leverage on bank market value: The moderating role of bank size. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 78.
48. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
49. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
50. Nguyen, T. H., & Vo, X. V. (2024). Bank size, economic conditions, and market value: Evidence from emerging markets. *Journal of Economics and Finance*, 48(2), 310–328.
51. Njoku, C., & Lee, J. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1).
52. Nurmahfudi, A., & Yuniningsih, Y. (2024). Examining Dividend Policy as a Mediating Variable in Stock Price Trends. *International Journal of Scientific Research and Management*, 12(3).
53. Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2020). *Business Analysis and Valuation* (5th ed.). Cengage Learning, p. 67.
54. Penman, S. H. (2023). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (7th ed.). McGraw–Hill, p. 239.
55. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
56. Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2019). *Bank Management & Financial Services* (10th ed.). McGraw–Hill, p. 98.
57. Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2019). *Bank Management & Financial Services* (10th ed.). McGraw–Hill, p. 112.
58. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw–Hill, p. 78.
59. Saona Hoffmann, P., Renzi, A., Vagnani, G., & Taragoni, P. (2025). Environmental impact–adjusted firm value and debt: A multi–country analysis. *European Financial Management Association 2025 Annual Meeting*, Athens, Greece, pp. 1–34.
60. Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach* (9th ed.). McGraw–Hill, p. 78.
61. Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management* (9th ed.). McGraw–Hill, p. 112.
62. Saunders, A., & Cornett, M. M. (2018). *Financial Institutions Management* (9th ed.). McGraw–Hill, p. 145.

63. Stiroh, K. J. (2016). A portfolio view of banking with interest rate risk. *Journal of Financial Services Research*, 26(2), 107–133.
64. Tawfiq, M. A., Al-Othman, L. N., Al-Momani, S. M., & Al-Nawaiseh, M. A. (2024). The moderating role of bank size on the relationship between board characteristics and market value: Evidence from Jordanian banks. *International Journal of Business and Management*, 19(3), 45–62.
65. The Effect of Fair Value Accounting on Earnings Quality: A Comparative Study among Banking and Real Estate Sectors in Jordan. (2024). *Global Business & Management Research*, 16, 343–363.
66. Uwubanmwen, E. (2015). Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market. *International Journal of Business and Social Science*, 6(11).
67. Wang, Y., & Fan, W. (2014). R&D Reporting Methods and Firm Value: Evidence from China. *Chinese Management Studies*, 8(3), 375–396.
68. Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7th ed.). Cengage Learning, p. 210–215.
69. Wulandari, C., & Saladin, R. (2024). Analysis of the Effect of Dividend Policy and Profitability on Stock Price. *Journal of Management and Business Studies*, 6(1).
70. Yermias, M., Wakidin, F. I. S., & Panelewen, S. S. (2026). The Effect of Financial Performance on Stock Prices of Companies Listed in the G11 Index (Indonesia Stock Exchange 2024–2025). *Journal Research of Social Science, Economics, and Management*, 5.



أثر المحددات المالية الداخلية في القيمة السوقية للأسهم



لمعلومات أكثر يرجى التواصل مع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

يمكنكم زيارة الموقع الإلكتروني: www.scfms.sy

أو صفحتنا الرسمية على موقع التواصل Facebook على الرابط التالي:

<https://www.facebook.com/scfms.sy>

أو عبر البريد الإلكتروني: research@scfms.sy